

1Q 新房收入大超预期, 经纪人提效显著

华泰研究

2025 年 5 月 16 日 | 美国

季报点评

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(美元):

27.02

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. BPJ942

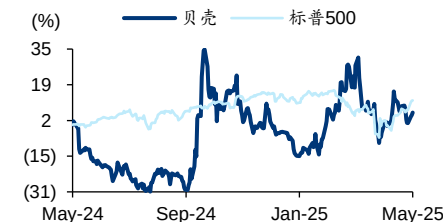
丁骄琬

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

基本数据

目标价(美元)	27.02
收盘价(美元 截至 5 月 14 日)	20.23
市值(美元百万)	24,269
6 个月平均日成交额(美元百万)	176.03
52 周价格范围(美元)	12.69-25.58
BVPS(美元)	8.13

股价走势图



资料来源: S&P

贝壳 1Q 业绩: 营收同比增长 42%至 233 亿元, 高于 VA 一致预期 4% (下同)。1Q 经纪业务人均单量增长显著, 存量房人均 GTV 同比提升超 9%。分业务看, 存量房、新房、家装、租赁的营收同比分别增长 20%、64%、22%、64%。毛利率同比下降 4.5pct 至 20.7%, 主系固定薪酬成本同比增加 6 亿。得益于管理费用改善, 经调整净利润同比上涨 0.1%至 14 亿。展望 2Q, 我们预期家装业务或首次实现利润打平, 存量房和新房 GTV 同比增速 12%和 25%。贝壳 24 年经纪人数量同比提升 17%, 导致固定成本上涨。我们预期伴随着 25 年 GTV 加速增长, 经纪人效率与三费占比将持续优化, 推动公司净利润率实现逐季度提升; 近期推出的 AI 系列工具亦有望改善各业务效率。我们上调目标价至 27.02 美元, 维持“买入”评级。

1Q 新房 GTV 大超预期, 2Q 家装业务盈利可期

1Q 家装营收同比增长 22%, 主系硬装单量显著增长。25 年二手房交易恢复推动装修需求, 公司表示 4 月家装业务实现盈亏平衡。得益于链家客源引流和材料集采比例提升, 我们预期规模效应下, 2Q 家装业务有望实现盈亏平衡。存量房业务 1Q 收入高于预期 1%, 同比增长 20%; GTV 同比增长 28%, 对比全国成交额同比增长 16% (贝壳研究院), 货币化率同比略有下滑, 主系第三方贝联交易占比提升。新房业务 1Q 营收高于预期 8%, 同比增长 64%; 新房 GTV 同比增长 53%, 对比全国新房销售额同比持平 (统计局); 央企开发商佣金收入占比提升 4pct 至 54%。

1Q 经纪人提效显著, AI 系列工具提效显著

展望 25 年, 我们预期链家经纪人显著提效, 助力存量房市占率持续提升。1Q 存量房市场反弹, 贝壳人均单量增长显著, 存量房人均 GTV 同比提升超 9%。我们看好公司持续受益于 AI 技术加速落地带来的效率红利。AI 找房助手布丁与小区 MR 技术已深入前端找房流程, 助力提升转化效率。20 万经纪人使用 AI 签约和房源助手后, 委托率与成交率分别提升超 30%与 10%。“设牛” AI 提升家装设计效率, 与“贝刻智慧工地”缩短施工验收全周期, AI 助手“孙小圣”也承接大量基础运营任务。

盈利预测与估值

展望 25-27 年, 我们调整贝壳收入预测 4.5/4/0.6%, 主系 25 年效率改善, 26 年经纪收入有望加速增长。经调整利润端, 我们上调 25-27 年经调整净利润 1.3/3.5/1.5%至 82/99/119 亿, 主因经营杠杆和 AI 提效。我们给予贝壳目标价 27.02 美元 (前值 25.12 美元), 对应 25 年 27 倍 PE。贝壳估值溢价主因存量房市占率扩张, 对比同行 24.7 倍 PE 均值。维持“买入”评级。

风险提示: 家装收入、存量房收入和货币化率低于市场预期。

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	114,957	132,326	149,601
+/-%	28.20	20.16	23.00	15.11	13.05
归母净利润 (人民币百万)	5,883	4,065	6,066	7,634	9,511
+/-%	(524.45)	(30.91)	49.22	25.85	24.59
归母净利润 (调整后,人民币百万)	9,792	7,198	9,383	11,286	13,571
+/-%	243.12	(26.49)	30.36	20.28	20.25
EPS (调整后,人民币,最新摊薄)	2.71	2.03	2.65	3.19	3.83
PE (调整后,倍)	17.83	24.26	18.61	15.47	12.87
PB (倍)	7.13	6.98	2.32	2.18	2.01
ROE (调整后,%)	13.89	10.04	13.02	15.02	16.80
EV EBITDA (倍)	22.19	29.04	21.57	17.10	13.37

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

房产大盘：政策提振效应延续，贝壳增速显著优于大盘

1Q25 整体延续 24 年 9 月政策提振效应，房地产市场整体企稳回暖。国家统计局数据显示 1Q 全国新房销售额同比持平，同时，贝壳研究院测算 1Q 二手房成交额同比增长约 16%，成交单量同比提升约 28%。在供需结构方面，贝壳平台二手房挂牌量在 1Q 有所回升，受益于限售政策的逐步退出，存量房源持续释放。同时，二手次新房加速入市，进一步优化房源结构，可满足更多改善性住房需求。

展望 2Q，二手房市场在 3 月上旬成交量到达高点后进入温和回调阶段，4 月调整趋势延续，受成交缩量影响，价格环比跌幅有所扩大至约 1.3%。尽管交易有所降温，市场韧性仍在。4 月贝壳平台二手房带看量与库存比值达到 1.8，处于 22 年以来历史高位，需求端相对积极。贝壳表现持续优于行业大盘，平台 GTV 同比增长 34%，收入同比增长 42%。其中，存量房一季度 GTV 同比增长 28%，增速优于全国二手房市场 12pct；同期新房交易 GTV 同比增长 53%，对比全国新房销售额微降 0.4%，亦显著优于百强房企约 7% 的降幅。

家装业务：人效改善显著

公司表示 4 月家装业务已实现单月盈亏平衡，2Q 有望实现单季度盈亏平衡。管理层表示将在家装业务上主动调整发展节奏，聚焦产品力与交付力的重塑，并同步推进组织架构优化，战略重心回归基本面。产品端，新房团装方案持续迭代升级；交付端，项目经理职业化体系已覆盖 20 城，1Q25 月人均接单量同比提升 156% 至 2.97 单，效率显著改善。同时，公司已落地工人共享机制，优质项目经理与施工团队可形成激励协同。1Q 设计师月均接单量从 24 年均值的 0.79 单提升至 1.05 单，产能释放初显成效。

AI 能力加速落地，交易与服务效率双轮驱动

我们认为，AI 正逐步成为贝壳提升平台运营效率的关键引擎，未来有望带动整体人效持续提升，利润弹性亦有望受益并释放。公司在 AI 领域持续加码，已初步构建覆盖 C 端找房与 B 端经纪服务的智能化全链路能力体系。C 端方面，“布丁”基于自研大模型及房产知识图谱，已在 10 城落地应用，通过自然语言理解与意图识别显著优化用户体验与转化效率。B 端方面，“来客”产品矩阵覆盖超 20 万名经纪人，核心功能如 AI 签约助手、AI 房源助手等已逐步嵌入交易主链条，助力商机转委托率与成交率分别提升超 30% 与 10%，有效推动交易链条的人效跃升。

AI 在家装业务中的渗透正逐步从工具层向运营层延伸，公司表示将围绕“全案整装”战略持续推进 AI 能力建设。贝壳持续构建 AI 能力矩阵，覆盖设计、交付与组织三大关键环节。设计端，公司打造的 AI 平台“设牛”集成风格识别、拍照生成设计图、AI 设计师服务等功能，已在武汉门店试点并可显著缩短客户决策周期，提升转化效率；交付端，依托“贝刻云视”系统，贝壳可实现施工过程的 AI 视频巡检与实时监控，强化交付透明度与标准化水平，有效提升客户满意度与交付可控性；组织端，AI 助手“孙小圣”等产品已承接大量基础运营任务，近半年累计节省工时超 2 万个小时，助力组织效率持续释放。

贝好家业务：新房开发项目有序推进

管理层表示，贝好家正通过 C to M 模式深度嵌入新房开发环节，目前已在 9 个项目中达成合作，涵盖 2 个自操盘项目、5 个股权合作项目及 2 个产品定位合作项目，均在不同层级承担产品定位核心职责。7 个投资项目累计投入约 23 亿元，截至 1Q 已有 2 个项目实现近 5 亿元资金回笼，最新累计投入超 18 亿元，资金运作效率逐步显现。

我们认为，贝好家有望持续受益于其两方面核心能力：

- 1) 客户需求洞察与精细化运营能力：依托贝壳构建的实时客户画像与行为数据系统，公司可协助开发商在拿地及产品设计阶段实现高精度决策与高效营销，显著提升项目匹配度与转化效率；
- 2) 板块价值评估与动态定价能力：借助真实二手房交易与挂牌调价数据，贝壳能够构建具备前瞻性的动态估值体系，在当前买方主导的市场格局下，帮助项目实现更精准的价值判断与趋势研判，从而提升投资回报与风险管理能力。

图表1：贝壳 1Q 财务速览

人民币 (百万)	RMB mn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	1Q VA 一致预期	对比预期	2Q VA 一致预期
GTV分业务 (十亿元)	GTV by segment								
- 存量房业务 YOY (%)	- Existing Home YOY (%)	453 -31.8%	571 25.0%	478 8.8%	745 59.1%	580 28.0%	569	2.1%	645
- 新房业务 YOY (%)	- New Home YOY (%)	152 -45.4%	235 -20.2%	228 18.5%	355 49.3%	232 53.0%	215	7.8%	258
收入 YOY (%)	Revenue YOY (%)	16,377 -19.2%	23,370 19.9%	22,585 26.8%	31,125 54.1%	23,328 42.4%	22,419 36.9%	4.1%	26,732 14.4%
收入分业务	Revenue by segment								
- 存量房业务 YOY (%)	- Existing Home YOY (%)	5,727 -37.6%	7,335 14.3%	6,217 -1.4%	8,922 47.5%	6,870 20.0%	6,812	0.9%	7,863
- 新房业务 YOY (%)	- New Home YOY (%)	4,917 -41.5%	7,934 -8.8%	7,726 30.9%	13,077 72.7%	8,075 64.2%	7,448	8.4%	8,798
- 家装家居 YOY (%)	- Home renovation and furnishing YOY (%)	2,409 71.1%	4,040 53.9%	4,213 32.6%	4,107 12.8%	2,945 22.3%	2,926	0.7%	4,867
- 房屋租赁和新兴业务 YOY (%)	- Emerging and other services YOY (%)	3,325 158.8%	4,062 132.4%	4,428 82.6%	5,019 70.8%	5,438 63.5%	5,287	2.8%	5,842
毛利 YOY (%)	Gross Profit YOY (%)	4,122 -35.1%	6,517 22.0%	5,135 5.2%	7,170 39.4%	4,821 17.0%	4,991	-3.4%	6,593
毛利率	GPM	25.2%	27.9%	22.7%	23.0%	20.7%	22.3%	-1.6pp	24.7%
经调整经营利润 YOY (%)	Adj Operating Profit YOY (%)	960 -74.9%	2,813 31.0%	1,363 -27.7%	1,755 105.1%	1,148 19.6%	1,054	8.9%	2,344
经调整经营利润率	Adj OPM	5.9%	12.0%	6.0%	5.6%	4.9% -0.9%	4.7%	0.2pp	8.8%
经调整净利润 YOY (%)	Non-GAAP Net Profit YOY (%)	1,392 -60.9%	2,693 13.9%	1,782 -17.5%	1,344 -21.6%	1,393 0.1%	1,146	21.6%	2,262
经调整净利率	Adj NPM	8.5%	11.5%	7.9%	4.3%	6.0%	5.1%	0.9pp	8.5%
经营费用	Operating Expense								
- 销售费用 YOY (%)	- S&M YOY (%)	1,624 25.5%	1,882 14.1%	1,934 18.6%	2,344 12.7%	1,773 9.2%	1,828	-3.0%	2,048
销售费用率	% of Revenue	9.9%	8.1%	8.6%	7.5%	7.6%	8.2%	-0.6pp	7.7%
- 管理费用 YOY (%)	- G&A YOY (%)	2,019 24.5%	2,079 -1.2%	1,901 2.1%	2,961 11.8%	1,874 -7.2%	2,048	-8.5%	2,188
管理费用率	% of Revenue	12.3%	8.9%	8.4%	9.5%	8.0%	9.1%	-1.1pp	8.2%
- 研发费用 YOY (%)	- R&D YOY (%)	467 2.3%	505 6.3%	573 21.5%	739 38.4%	584 24.9%	591	-1.2%	572
研发费用率	% of Revenue	2.9%	2.2%	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%	-0.1pp	2.1%

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华泰研究

盈利预测

展望 25-27 年，我们调整贝壳收入预测 4.5/4.0/0.6%，主系 25 年经纪人效率改善，26 年存量房和新房收入有望加速增长。经调整利润端，我们上调 25-27 年经调整净利润 1.3/3.5/1.5% 至 82.2/99.4/119.2 亿，主因经营杠杆逐步释放与 AI 提效。

图表2：贝壳盈利预测

贝壳利润表	INCOME STATEMENT (Rmb mn)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25E	3Q25E
总收入 (人民币 百万)	Total revenues	77,777	93,457	114,957	132,326	149,601	23,328	28,592	28,478
存量房交易	Existing home transaction services	27,954	28,201	30,072	34,280	39,765	6,870	7,504	6,674
新房交易	New home transaction services	30,576	33,653	41,979	45,509	48,151	8,075	10,199	10,230
家装家居	Home renovation and furnishing	10,850	14,769	17,281	19,873	22,854	2,945	4,767	4,845
租赁和新兴业务	Emerging and other services	8,397	16,834	25,625	32,663	38,831	5,438	6,122	6,729
-租赁业务	Rental business	6,100	14,334	24,002	31,203	37,443	5,088	5,738	6,306
-新兴业务	Emerging business	2,297	2,500	1,623	1,461	1,388	350	385	423
收入同比增速	Revenue yoy growth								
总收入	Total revenues	28%	20%	23%	15%	13%	42%	22%	26%
存量房交易	Existing home transaction services	16%	1%	7%	14%	16%	20%	2%	7%
新房交易	New home transaction services	7%	10%	25%	8%	6%	64%	29%	32%
家装家居	Home renovation and furnishing	115%	36%	17%	15%	15%	22%	18%	15%
新兴业务及其他	Emerging and other services	195%	100%	52%	27%	19%	64%	51%	52%
-租赁业务	Rental business						94%	80%	60%
-新兴业务	Emerging business						-50%	-56%	-13%
GTV	GTV (Rmb bn)						813	933	869
核心房屋交易	Core home transaction	3,031	3,217	3,788	4,347	4,949	813	933	869
存量房交易	Existing home transaction services	2,028	2,247	2,575	3,013	3,495	580	639	573
新房交易	New home transaction services	1,003	970	1,213	1,334	1,454	232	294	296
家装家居	Home renovation and furnishing	13	17	22	25	29			
新兴业务及其他	Emerging and other services	99	116	174	226	271			
GTV % YoY	GTV						29%	11%	18%
核心房屋GTV	Core Home transaction GTV	20%	6%	18%	15%	14%	34%	16%	23%
存量房交易	Existing home transaction services	29%	11%	15%	17%	16%	28%	12%	20%
新房交易	New home transaction services	7%	-3%	25%	10%	9%	53%	25%	30%
家装家居	Home renovation and furnishing	164%	28%	30%	15%	15%			
新兴业务及其他	Emerging and other services	13%	18%	50%	30%	20%			
毛利润 (GAAP)	Gross Profit	21,718	22,944	25,865	30,700	35,904	4,821	6,467	6,409
毛利润率	% gross margin	27.9%	24.6%	22.5%	23.2%	24.0%	20.7%	22.6%	22.5%
毛利润 (Non-GAAP)	Gross profit, non-GAAP	22,221	23,465	26,230	31,092	36,316	4,930	6,571	6,508
	% gross margin, non-GAAP	28.6%	25.1%	22.8%	23.5%	24.3%	21.1%	23.0%	22.9%
成本部分	OPEX and below	2023	2024	2025E	2026E	2027E	1Q25	2Q25E	3Q25E
销售费用	Sales and marketing	(6,654)	(7,783)	(8,277)	(9,395)	(10,472)	(1,773)	(2,087)	(2,022)
收入占比	as % of revs	8.6%	8.3%	7.2%	7.1%	7.0%	7.6%	7.3%	7.1%
研发费用	Research and development	(1,937)	(2,283)	(2,989)	(3,440)	(4,039)	(584)	(743)	(769)
收入占比	as % of revs	2%	2.4%	2.6%	2.6%	2.7%	2.5%	2.6%	2.7%
行政管理费用	General and administrative	(8,237)	(8,961)	(8,622)	(9,792)	(10,771)	(1,874)	(2,144)	(2,107)
收入占比	as % of revs	10.6%	9.6%	7.5%	7.4%	7.2%	8.0%	7.5%	7.4%
其他	Others	(93)	(152)						
经调整经营利润	Operating profit, non-GAAP	8,719	6,890	8,011	10,248	12,901	1,148	2,023	2,017
YoY	% yoy	278%	-21%	16%	28%	26%	20%	-28%	48%
经调整经营利润率	% OPM, non-GAAP	11.2%	7.4%	7.0%	7.7%	8.6%	4.9%	7.1%	7.1%
净利润 (GAAP)	Net profit, GAAP	5,890	4,078	6,079	7,647	9,524	855	1,449	1,469
归母经调整净利润	Attri Net profit, non-GAAP	9,792	7,198	8,224	9,935	11,915	1,423	2,012	2,007
YoY	% yoy	243%	-26%	14%	21%	20%	2%	-25%	12%
经调整净利润率	% net margin, non-GAAP	12.6%	7.7%	7.2%	7.5%	8.0%	6.1%	7.0%	7.0%

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	110,037	114,957	4.5	127,200	132,326	4.0	148,711	149,601	0.6	
毛利润	26,959	25,865	(4.1)	31,800	30,700	(3.5)	37,921	35,904	(5.3)	
经调整净利润	8,119	8,224	1.3	9,598	9,935	3.5	11,734	11,915	1.5	

(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	24.5%	22.5%	-2.00	25.0%	23.2%	-1.80	25.5%	24.0%	-1.50	
经调整净利率	7.4%	7.2%	-0.22	7.5%	7.5%	-0.04	7.9%	8.0%	0.07	

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	114,957	106,447	8.0	132,326	116,793	13.3	149,601	130,099	15.0
毛利润	25,865	25,510	1.4	30,700	28,323	8.4	35,904	31,850	12.7
经调整净利润	8,224	8,139	1.1	9,935	9,836	1.0	11,915	11,596	2.8

资料来源：Visible Alpha, 华泰研究预测

公司估值

我们给予贝壳目标价 27.02 美元(前值 25.12 美元, 对应 27 倍 PE), 对应 25 年 27 倍 PE, 高于全球可比公司的 24.7 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	134.05	10%	10%	15%	12.9	11.5	10.6
京东	JD US	35.73	6%	8%	7%	8.2	7.5	7.0
拼多多	PDD US	118.89	8%	22%	15%	9.8	8.0	7.1
腾讯	700 HK	520.00	12%	10%	11%	18.2	16.3	14.4
百度	BIDU US	92.50	-7%	10%	9%	9.2	8.4	7.4
快手	1024 HK	51.95	13%	20%	17%	10.6	9.0	7.5
Meta	META US	659.36	5%	10%	14%	25.8	23.2	20.2
谷歌	GOOG US	166.81	17%	3%	11%	16.7	15.8	13.8
微软 FY26-28	MSFT US	452.94	13%	17%	17%	29.7	25.5	21.8
奈飞	NFLX US	1,150.99	27%	19%	19%	44.7	36.8	30.4
市值加权平均PE						24.7	21.7	18.7

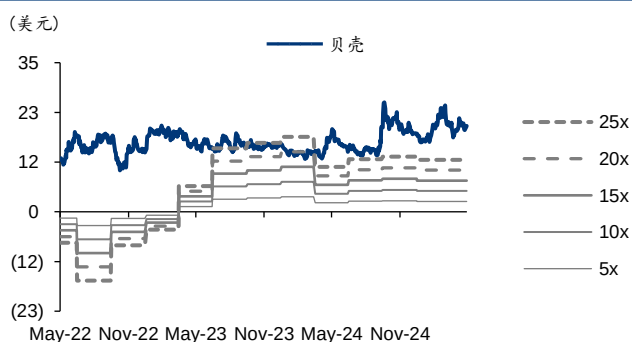
注: 港股数据截至 5 月 15 日收盘, 美股数据截止美国东部时间 5 月 14 日收盘, 所有数据均基于彭博一致预期;

资料来源: 彭博, 华泰研究

风险提示

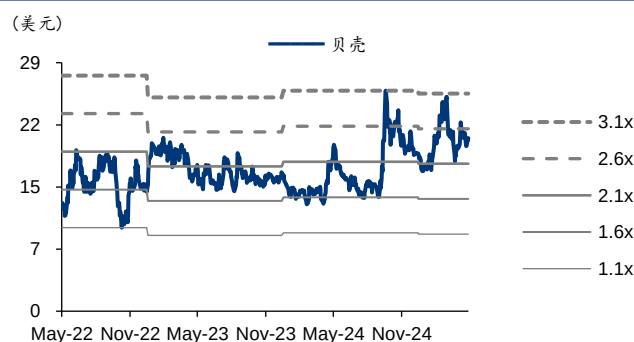
1. 存量房收入增长低于市场预期
2. 家装增速低于市场预期
3. 存量房货币化率低于市场预期

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	114,957	132,326	149,601
销售成本	(56,059)	(70,513)	(89,091)	(101,626)	(113,697)
毛利润	21,718	22,944	25,865	30,700	35,904
销售及分销成本	(6,654)	(7,783)	(8,277)	(9,395)	(10,472)
管理费用	(8,237)	(8,961)	(8,622)	(9,792)	(10,771)
其他收入/支出	1,824	1,845	2,075	2,075	2,075
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	9,033	11,234	13,843
税费开支	(1,994)	(2,792)	(2,954)	(3,587)	(4,319)
少数股东损益	6.38	13.28	13.28	13.28	13.28
净利润	5,883	4,065	6,066	7,634	9,511
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	9,383	11,286	13,571
折旧和摊销	(1,402)	(1,012)	(990.93)	(981.89)	(1,021)
EBITDA	8,023	6,622	9,044	11,129	13,718
EPS (人民币, 基本)	8.34	6.33	7.23	8.74	10.48

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	14,709	14,572	15,233
现金及现金等价物	19,635	11,443	8,750	13,509	20,416
其他流动资产	42,276	53,410	56,438	59,427	62,565
总流动资产	69,754	76,603	79,897	87,508	98,214
固定资产	1,965	2,400	1,903	1,942	2,037
无形资产	1,067	857.64	821.22	808.14	797.45
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	58,349	60,946	63,857
总资产	120,332	133,149	138,246	148,453	162,071
应付账款	25,199	32,674	36,323	41,770	48,862
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	56,393	61,840	68,932
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	79,304	81,416	78,418
储备/其他项目	(5,483)	(1,137)	(6,545)	(3,911)	5,600
股东权益	72,100	71,324	72,759	77,505	84,018
少数股东权益	101.28	124.18	137.46	150.74	164.02
总权益	72,202	71,448	72,896	77,656	84,182

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	17.94	23.92	20.93	17.33	14.45
PB	7.13	6.98	2.32	2.18	2.01
调整后 PE (倍)	17.83	24.26	18.61	15.47	12.87
调整后 ROE	13.89	10.04	13.02	15.02	16.80
EV EBITDA	22.19	29.04	21.57	17.10	13.37
股息率 (%)	0.28	1.04	4.58	5.76	7.18
自由现金流收益率 (%)	3.47	3.23	3.27	6.93	8.42

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	8,023	6,622	9,044	11,129	13,718
融资成本	(1,263)	(1,260)	(980.03)	(1,087)	(1,146)
营运资本变动	406.66	2,080	222.97	5,229	6,059
税费	(1,994)	(2,792)	(2,954)	(3,587)	(4,319)
其他	6,242	4,797	1,649	2,070	1,839
经营活动现金流	11,414	9,447	6,982	13,755	16,150
CAPEX	(692.21)	(789.72)	(922.30)	(1,008)	(1,105)
其他投资活动	(3,285)	(8,588)	(2,515)	(2,524)	(2,650)
投资活动现金流	(3,977)	(9,378)	(3,437)	(3,532)	(3,755)
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	0.00	0.00	0.00	0.00
其他融资活动现金流	(7,218)	(5,795)	(5,795)	(5,000)	(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)	(2,250)	5,223	7,395
年初现金	25,594	25,857	20,301	18,052	23,275
汇率波动影响	44.61	169.48	0.00	0.00	0.00
年末现金	25,857	20,301	18,052	23,275	30,670

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	23.00	15.11	13.05
毛利润	57.60	5.65	12.73	18.69	16.95
营业利润	(675.94)	(21.52)	58.77	35.03	31.59
净利润	(524.45)	(30.91)	49.22	25.85	24.59
调整后净利润	243.12	(26.49)	30.36	20.28	20.25
EPS (基本)	12.80	(24.12)	14.26	20.80	19.93
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.92	24.55	22.50	23.20	24.00
EBITDA	10.32	7.09	7.87	8.41	9.17
净利润率	7.56	4.35	5.28	5.77	6.36
调整后净利润率	12.59	7.70	8.16	8.53	9.07
ROE	8.34	5.67	8.42	10.16	11.78
调整后 ROE	13.89	10.04	13.02	15.02	16.80
ROA	5.12	3.21	4.47	5.33	6.13
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(2.29)	15.72	19.11	11.80	2.67
流动比率	1.76	1.45	1.42	1.42	1.42
速动比率	1.76	1.45	1.42	1.42	1.42
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.68	0.74	0.85	0.92	0.96
应收账款周转天数	37.18	37.74	41.43	39.83	35.86
应付账款周转天数	159.55	147.73	139.40	138.32	143.49
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	7.23	8.74	10.48
EPS (调整后, 基本)	2.78	2.11	8.10	9.75	11.72
每股净资产	20.48	20.91	62.85	66.95	72.57

免责声明

分析师声明

本人, 夏路路、丁骄璇, 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。
- 腾讯控股（700 HK）、快手-W（1024 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。
- 腾讯控股（700 HK）、快手-W（1024 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，德国市场基准为 DAX 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