

2025年05月16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 | 8,497 | 10,493 |
| 同比(%) | 524.45 | (30.91) | 62.10 | 28.96 | 23.48 |
| Non-GAAP 净利润(百万元) | 9,798 | 7,211 | 9,701 | 11,615 | 13,617 |
| 同比(%) | 244.70 | (26.41) | 34.53 | 19.73 | 17.23 |
| EPS-最新摊薄(元/股) | 1.63 | 1.13 | 1.83 | 2.36 | 2.91 |
| P/E(现价&最新摊薄) | 28.35 | 41.03 | 25.31 | 19.63 | 15.90 |
| PE(Non-GAAP) | 13.08 | 20.60 | 16.32 | 14.36 | 12.25 |

投资要点

- 事件:**公司发布2025Q1业绩公告。2025Q1公司实现营业收入233亿元,同比增长42.4%,实现经调整净利润14亿元,同比基本持平。业绩略超预期。
- 营收稳定增长,毛利率下滑拖累业绩,费用率进一步压降。**2025Q1公司GTV 8437亿元,同比增长34.0%,带动公司营收稳健增长。分业务类型看,公司二手房业务/新房业务/家装业务/租赁业务/新兴及其他业务分别实现营收69亿元/81亿元/29亿元/51亿元/3亿元,同比分别+20.0%/+64.2%/+22.3%/+93.8%/-50.0%。公司营收大幅增长而毛利率下滑拖累业绩,公司毛利率同比下降4.5pct至20.7%,下滑的主要原因为:1)贡献利润率相对较高的存量房业务收入占比下降;2)固定薪酬成本占存量房业务收入的比例提高。费用率方面,公司销售费率/管理费率同比分别-2.3pct/-4.3pct至7.6%/8.0%。
- 二手房交易额提升,活跃门店及经纪人规模扩大。**受益于二手房市场持续增长以及公司市场覆盖能力不断强化,2025Q1公司二手房业务总交易额同比增长28.1%至5803亿元。公司活跃门店及经纪人规模扩大,截至2025年3月底,公司活跃门店数量5.5万家,同比增长29.6%,活跃经纪人数量同比增长49.1万名,同比增长23.0%。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二手房经纪业务规模。
- 新房GTV大幅增长,佣金率同比提升。**2025Q1公司新房业务交易额2322亿元,同比大幅增长53.0%,新房业务佣金率同比提升0.2pct至3.5%。公司通过规模效应及竞争优势,实现新房业务交易额和佣金率双增,对冲全国新房销售低迷的影响。
- 家装业务稳步发展,贡献利润率逐步提升。**2025Q1公司家装业务收入稳健增长,贡献利润率同比提升2.0pct至32.6%,客户体验改善和效率提升初见成效。
- 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。我们基本维持公司2025-2027年经调整后净利润为97.0/116.2/136.2亿元,对应的EPS为1.83元/2.36元/2.91元,对应的经调整后PE分别为16.3X/14.4X/12.3X,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) | 50.25 |
| 一年最低/最高价 | 34.00/73.50 |
| 市净率(倍) | 2.44 |
| 港股流通市值(百万港元) | 160,165.52 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 19.01 |
| 资产负债率(%) | 47.21 |
| 总股本(百万股) | 3,602.16 |
| 流通股本(百万股) | 3,458.90 |

相关研究

《贝壳-W(02423.HK):2024年业绩公告点评:调结构提减值夯实基础,提份额稳费率迎接增长》

2025-03-20

《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 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 | 76,550.86 | 90,837.52 | 108,947.91 | 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 | 10,049.20 | 22,000.69 | 37,971.36 | 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 | 60,369.89 | 64,149.85 | 67,801.00 | 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 | 251.23 | 550.02 |
| 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 | 1,264.22 | 1,264.22 | 1,264.22 | 利润总额 | 6,870.07 | 10,157.34 | 13,099.24 | 16,175.12 |
| 资产总计 | 133,149.28 | 136,920.76 | 154,987.36 | 176,748.91 | 所得税 | 2,791.89 | 3,555.07 | 4,584.73 | 5,661.29 |
| 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 | 8,514.51 | 10,513.83 |
| 短期借款 | 288.28 | 288.28 | 288.28 | 288.28 | 少数股东损益 | 13.28 | 13.20 | 17.03 | 21.03 |
| 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 | 8,497.48 | 10,492.80 |
| 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 | 8,899.46 | 8,899.46 | 8,899.46 | 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 | 58,834.99 | 68,351.59 | 79,563.81 | 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) | 1.13 | 1.83 | 2.36 | 2.91 |
| 少数股东权益 | 124.18 | 137.38 | 154.41 | 175.44 | 每股净资产(元) | 19.68 | 21.64 | 24.01 | 26.93 |
| 归属母公司股东权益 | 71,323.82 | 77,948.39 | 86,481.36 | 97,009.66 | 发行在外股份(百万股) | 3,602.16 | 3,602.16 | 3,602.16 | 3,602.16 |
| 负债和股东权益 | 133,149.28 | 136,920.76 | 154,987.36 | 176,748.91 | ROIC(%) | 4.62 | 8.56 | 10.11 | 11.02 |
| 现金流量表(百万元) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | ROE(%) | 5.70 | 8.45 | 9.83 | 10.82 |
| 经营活动现金流 | 9,447.14 | 460.15 | 13,301.25 | 16,723.75 | 毛利率(%) | 24.55 | 25.64 | 26.16 | 26.54 |
| 投资活动现金流 | (9,378.03) | (1,879.33) | (1,375.16) | (778.49) | 销售净利率(%) | 4.35 | 6.01 | 6.66 | 7.12 |
| 筹资活动现金流 | (5,794.64) | (10.09) | (10.09) | (10.09) | 资产负债率(%) | 46.34 | 42.97 | 44.10 | 45.02 |
| 现金净增加额 | 14,745.37 | (1,393.77) | 11,951.50 | 15,970.67 | 收入增长率(%) | 20.16 | 17.30 | 16.30 | 15.60 |
| 折旧和摊销 | 1,013.00 | 1,186.58 | 1,320.04 | 1,448.84 | 净利润增长率(%) | (30.91) | 62.10 | 28.96 | 23.48 |
| 资本开支 | 1,037.00 | (5,000.00) | (5,000.00) | (5,000.00) | P/E | 41.03 | 25.31 | 19.63 | 15.90 |
| 营运资本变动 | 1,925.00 | (4,050.02) | 7,281.44 | 9,172.50 | P/B | 2.35 | 2.14 | 1.93 | 1.72 |
| | | | | | EV/EBITDA | 22.22 | 14.19 | 10.23 | 7.56 |

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5月16日的0.92146, 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：

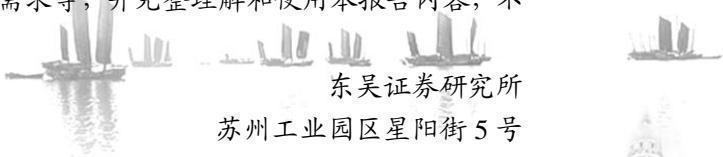
公司投资评级：

- 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>