

业绩保持平稳，扩店增员助力交易规模高增

——2025 年一季度业绩点评

核心观点

2025 年一季度公司实现营收 233.3 亿元，同比增长 42.4%；实现 Non-GAAP 归母净利润 13.9 亿元，同比基本持平。新房、租赁业务主要推动了营收的增长，而利润增速较低主要由于贡献利润率较高的存量房业务占比下降，使得综合毛利率较上年同期下降 4.5 个百分点。一季度贝壳平台的门店、经纪人数量均较 2024 年年末增长超过 10%，助力公司 GTV 实现高增。公司的现金储备充足，一季度使用 1.4 亿美元回购股份，回购规模占 2024 年年末总股本的 0.6%，持续回报股东。

事件

公司发布 2025 年一季度业绩，2025 年一季度实现营收 233.3 亿元，同比增长 42.4%；实现经调整的 Non-GAAP 归母净利润 13.9 亿元，同比基本持平。

简评

新房与租赁业务带动营收高增，营收结构变化影响业绩增速。

2025 年一季度公司实现营收 233.3 亿元，同比增长 42.4%；各项业务中，存量房、新房、家装、租赁业务分别实现营收 69/81/29/51 亿元，同比增速分别为+20.0%/+64.2%/+22.3%/+93.8%，新房、租赁业务主要带动了营收的快速增长。一季度公司经调整的 Non-GAAP 归母净利润为 13.9 亿元，同比基本持平。营收增长而利润持平，主要由于收入结构变动带来的毛利率下降。一季度公司综合毛利率为 20.7%，较上年一季度下降 4.5 个百分点，较上年四季度下降 2.3 个百分点，这主要由于：1）贡献利润率较高的存量房业务在收入中的占比下降，一季度其占比为 29.5%，较上年一季度下降 5.5 个百分点，与上年四季度相比则提升 0.9 个百分点；2）公司持续做扩店增员，固定薪酬成本占比提升，使得存量房业务的贡献利润率下降，一季度为 38.1%，较上年一季度下降 6.4 个百分点，较上年四季度下降 2.3 个百分点。

持续扩店增员，交易规模高增。截至一季度末，贝壳平台上的门店数量近 5.7 万家，同比增长 28.6%，较 2024 年年末增长 10.2%；经纪人数量近 55.0 万人，同比增长 24.3%，较 2024 年年末增长 10.1%。持续的扩店增员，助力公司的 GTV 取得快速增长，一季度总 GTV 为 8437 亿元，同比增长 34.0%；其中存量房交易 GTV 为 5803 亿元，同比增长 28.1%；新房交易 GTV 为 2322 亿元，同比增长 53.0%，大幅优于一季度全国商品房销售金额同比下降 2.1% 的表现；除交易以外的装修、新兴业务 GTV 为 312 亿元，同比增长 25.3%。从货币化率上看，一季度存量房业务货币化率为 1.19%，与 2024 年四季度基本持平；一季度新房业务货币化率为 3.49%，较 2024 年四季度下降 0.2 个百分点。

贝壳-W(2423.HK)

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BPU491

发布日期：2025 年 05 月 16 日

当前股价：50.25 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.13/-7.37	-9.21/-12.90	9.48/-13.48
12 月最高/最低价（港元）		69.95/34.35
总股本（万股）		360,216.01
流通 H 股（万股）		360,216.01
总市值（亿港元）		1,821.58
流通市值（亿港元）		1,821.58
近 3 月日均成交量（万）		1212.92
主要股东		
Propitious	Global	Holdings
Limited		23.44%

股价表现



相关研究报告

- 25.03.20 【中信建投房地产】贝壳-W(2423):中介龙头地位持续稳固，收入结构变化导致利润承压——2024 年年度业绩点评
- 24.11.24 【中信建投房地产】贝壳-W(2423):营收结构变化致使利润承压，政策效果将在四季度业绩中体现——2024 年三季度业绩点评
- 24.08.13 【中信建投房地产】贝壳-W(2423):二季度盈利大幅改善，回购扩大彰显发展信心——2024 年中期业绩点评

现金储备充足,持续回报股东。截至一季度末,公司账面可动用现金余额 127.7 亿元,较 2024 年年末增长 11.6%。一季度公司使用 1.4 亿美元回购股份,回购规模占 2024 年年末总股本的 0.6%。

维持盈利预测和买入评级不变。我们预测 2025-2027 年公司 EPS 分别为 1.18/1.33/1.55 元,预测 2025-2027 年公司 Non-GAAP 归母净利润分别为 75.6/86.3/101.7 亿元。公司作为中介龙头,业务优势将持续巩固,维持买入评级。

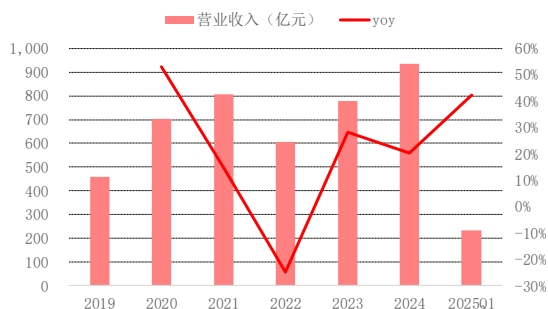
风险提示: 1) 二手房及新房交易修复可能不及预期。后续新房和二手房的市场走势仍受宏观经济环境、居民对收入预期的影响,若房屋成交不及预期,可能导致公司 GTV 及交易业务营收增长不及预期、业绩承压; 2) 业务货币化率及利润率可能出现超预期下降。随着公司各项业务规模的扩张,业务的费率、利润率可能出现较大幅度下行,从而为公司业绩带来负面影响。 3) 新兴业务发展可能不及预期。公司近年来大力推行包含装修、租赁、贝好家在内的多项新兴业务,各项业务的未来发展效果可能不及预期,或对公司的利润造成压力。

图表1: 重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,776.9	93,457.5	116,539.3	141,586.1	168,206.3
YoY(%)	28.2	20.2	24.7	21.5	18.8
归母净利润(百万元)	5,883.2	4,064.9	4,261.3	4,827.5	5,619.3
YoY(%)	524.5	-30.9	4.8	13.3	16.4
Non-GAAP 归母净利润(百万元)	9,792.1	7,197.8	7,561.3	8,627.5	10,169.3
YoY(%)	243.1	-26.5	5.1	14.1	17.9
EPS(摊薄/元)	1.62	1.12	1.18	1.33	1.55
P/E(倍)	28.54	41.31	39.40	34.78	29.88
P/B(倍)	2.33	2.35	2.27	2.19	2.09

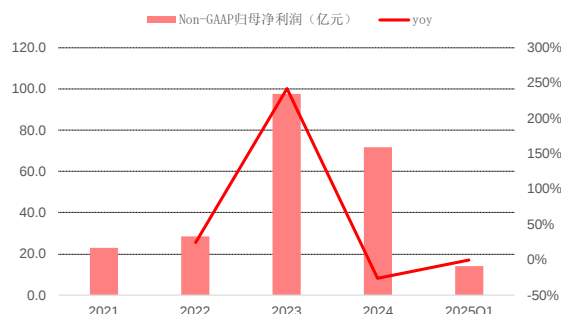
资料来源: iFinD, 中信建投

图表1: 2025Q1 营收 233.3 亿元, 同比上升 42.4%



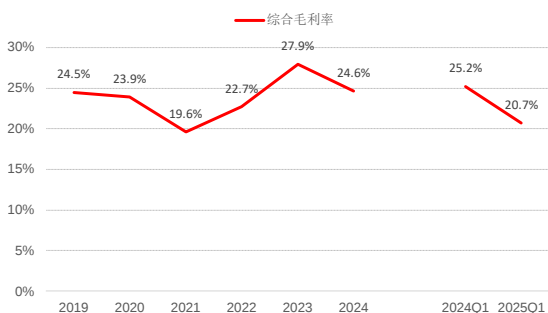
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表2: 2025Q1 的 Non-GAAP 归母净利润为 13.9 亿元



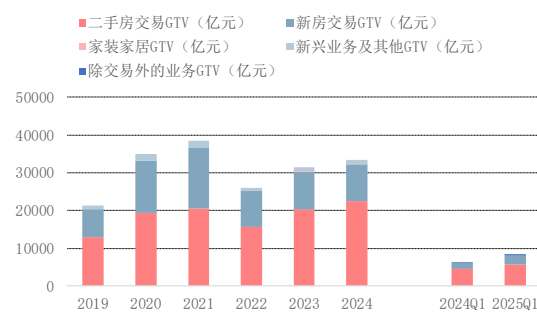
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表3: 2025Q1 公司综合毛利率为 20.7%



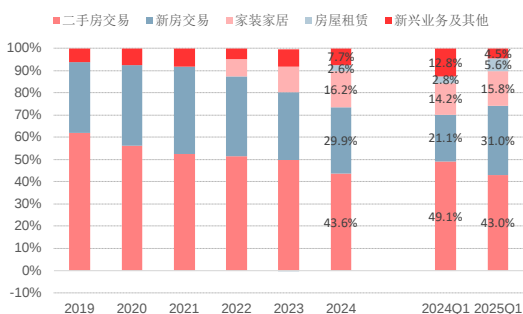
资料来源: 公司公告, 中信建投

图表4: 2025Q1 总 GTV 为 8437 亿元, 同比增长 34.0%



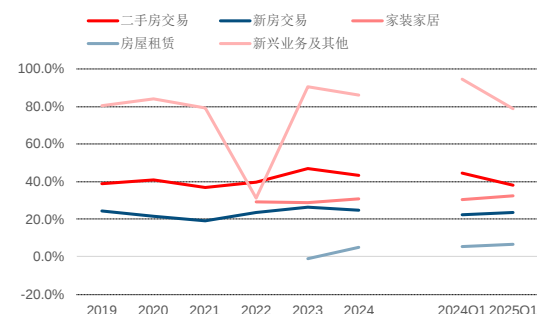
资料来源: 公司公告, 中信建投; 注: 2025Q1 公司仅披露总 GTV 和交易类业务 GTV

图表5: 2025Q1 二手房业务贡献利润占比下降, 新房提升



资料来源: 公司公告, 中信建投; 注: 2023 年租赁业务贡献利润为负

图表6: 公司各项业务贡献利润率的变化情况



资料来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13 年证券从业经验。连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得 2020 年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020 年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020 年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第 5 名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk