

2025 年 05 月 16 日

贝壳-W (02423)

——经纪业务收入增长靓丽，多元赛道利润率稳步修复

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 05 月 16 日

收盘价 (港币)	49.20
恒生中国企业指数	8468.29
52 周最高/最低 (港币)	73.50/34.00
H 股市值 (亿港元)	1,772.26
流通 H 股 (百万股)	3,458.90
汇率 (人民币/港币)	1.0852

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏
(8621)23297818×
chenpeng@swsresearch.com

投资要点：

- 25Q1 GTV 同比+34%、营收同比+42%、归母净利润同比+98%、Non-GAAP 利润同比持平，略超预期；营收高增、费用率持续改善。贝壳发布 2025 年一季度财务业绩，2025Q1 公司总交易额 GTV 8,437 亿元，同比+34.0%；其中存量房交易、新房交易分别为 5,803 亿元、2,322 亿元，同比分别+28.1%、+53.0%。公司 25Q1 实现净收入 233.3 亿元，同比+42.4%；毛利润 48.2 亿元，同比+17.0%；归母净利润 8.6 亿元，同比+98.2%；经调后归母净利润 13.9 亿元，同比+0.1%。公司 25Q1 毛利率 20.7%，同比-4.5pct；销售+管理+研发费用率合计 18.1%，同比-7.0pct；归母净利率 3.7%，同比+1.0pct；经调后归母净利率 6.0%，同比-2.5pct。截至 25Q1 末，公司现金、现金等价物、受限资金和短期投资合计 548 亿元，同比-9.9%。
- 25Q1 一二手房经纪业务均实现靓丽增长，门店数和经纪人快速增长。2025Q1 公司存量房交易额 5,803 亿元，同比+28.1%；其中链家、贝联 GTV 占比 38%、62%；二手房收入 68.7 亿元，同比+20.0%；贡献利润 26.2 亿元，同比+2.8%；贡献利润率 38.1%，同比-6.4pct，源于链家经纪人固薪成本占比提升，福利改善；链家、贝联货币化率分别为 2.53%、0.36%，同比均-0.04pct；GTV 增速较收入更高源于贝联贡献占比更高，同时存量房业务中高货币化率的租赁业务占比下降所致。新房方面，25Q1 新房交易额 2,322 亿元，同比+53.0%；其中链家、贝联 GTV 占比 17%、83%；新房业务收入 80.7 亿元，同比+64.2%；贡献利润 18.9 亿元，同比+72.5%；贡献利润率 23.4%，同比+1.1pct；货币化率达 3.5%，同比+0.24pct。25Q1 公司活跃门店数量 55,210 家，同比+29.6%；活跃经纪人 49.1 万名，同比+23.0%；门店及经纪人的增加也将持续转化为业务规模提升，后续市占率有望持续提升。
- 25Q1 家装家居、房屋租赁收入同比高达+22%、+94%，利润率均在持续修复。25Q1 公司家装家居实现净收入 29.5 亿元，同比+22.3%；贡献利润率 32.6%，同比+2.0pct，源于前端获客能力提升、派单效率提升等。租赁方面，25Q1 末房屋租赁服务在管房源超 50 万套，24 年底超 43 万套；实现净收入 50.9 亿元，同比+93.8%；贡献利润率 6.7%，同比+1.2pct。
- 投资分析意见：经纪业务收入增长靓丽，多元赛道利润率稳步修复，维持“买入”评级。贝壳深耕经纪赛道、多次开创行业先例。平台壁垒深铸，重塑经纪底层框架、锁定人房资源，平台赋能具备全流程管控闭环；同时家装、租赁、贝好家有望成第二增长曲线；未来凭借流量优势通过大数据挖掘客户需求，有望更广维度扩展业务版图。考虑到公司经纪业务费率短期波动，我们维持 25-27 年归母净利润预测值分别为 62、75、91 亿元，现价对应 25/26 年 PE 分别为 26、22 倍；维持 25-27 年 Non-GAAP 净利润预测值分别为 90、103、118 亿元，对应 25/26 年 PE (Non-GAAP 业绩) 分别为 18、16 倍。考虑到公司经纪业务市占率持续提升，家装家居、房屋租赁业务未来放量可期，公司当前估值仍具备优势，维持“买入”评级。
- 风险提示：地产景气度下行、公司核心骨干变动。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	77,777	93,457	110,740	122,649	135,786
同比增长率 (%)	28	20	18	11	11
归母净利润 (百万元)	5,883	4,065	6,201	7,544	9,121
同比增长率 (%)	-524	-31	53	22	21
每股收益 (元/股)	1.63	1.15	1.77	2.15	2.60
净资产收益率 (%)	8.16	5.70	8.68	10.70	13.17
市盈率	27.8	40.2	26.3	21.6	17.9
市净率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

附录

表 1: 利润表

单位: 百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,777	93,457	110,740	122,649	135,786
营业成本	56,059	70,513	83,545	92,851	103,189
销售费用	6,654	7,783	9,081	9,812	10,184
管理费用	8,237	8,961	9,967	10,180	10,456
财务费用	17	0	11	15	16
研发费用	1,937	2,283	2,547	2,576	2,852
商誉及无形资产的减值损失	93	152	155	158	161
营业利润	4,797	3,765	5,446	7,073	8,946
营业外收支	3,087	3,105	4,124	4,570	5,133
利润总额	7,884	6,870	9,570	11,644	14,078
所得税	1,994	2,792	3,350	4,075	4,927
净利润	5,890	4,078	6,221	7,568	9,151
少数股东损益	6	13	20	25	30
归属母公司净利润	5,883	4,065	6,201	7,544	9,121
NOPLAT	2,896	1,125	2,251	3,156	4,179
EPS(摊薄) (元)	1.63	1.15	1.77	2.15	2.60

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。