

联合研究 | 港股公司点评 | 贝壳-W (2423.HK)

产能延续扩张势头，费率管控成效显著

——贝壳-W 2025 年一季报业绩点评

报告要点

自营平台双轮驱动 GTV 延续较高增速，单季链家与贝联存量房货币化比率均环比提升。盈利短板家装与租赁贡献利润率均环比提升，费率管控成效显著放大潜在盈利弹性。鉴于竞争优势、相对稀缺、潜在业绩弹性等，短期仍有望享有估值溢价。中长期角度，经纪业务份额仍有提升空间，家装、租赁可贡献潜在增长，数据资产具备较大价值弹性，后续表现仍值得期待。

分析师及联系人



范超

SAC: S0490513080001
SFC: BQK473



袁佳楠

SAC: S0490520070001



刘义

SAC: S0490520040001
SFC: BUV416



蔡方羿

SAC: S0490516060001
SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002

贝壳-W (2423.HK)

产能延续扩张势头，费率管控成效显著

——贝壳-W 2025 年一季报业绩点评

联合研究 | 港股公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025Q1 公司实现营收 233 亿元 (+42.4%)，归母净利润 8.6 亿元 (+98.2%)，经调整归母净利润 13.9 亿元 (+0.1%)。

事件评论

- 产能延续扩张势头，新房与租赁业务营收增速亮眼。** 2025Q1 房地产市场热度延续，公司继续产能扩张夯实主业，Q1 末门店数量 5.7 万家 (+28.6%)，经纪人数量 55.0 万名 (+24.3%)，再创历史新高。GTV 维持较好增势，2025Q1 实现 GTV 8437 亿元 (+34.0%)，其中存量房/新房业务分别同比+28.1%/+53.0%至 5803/2322 亿元，均大幅跑赢行业。分来源来看，Q1 贝联存量房与新房 GTV 增速均高于自营链家（链家/贝联存量房分别+23.6%/31.0%，新房分别+32.1%/+58.3%）。受贝联占比提升、业务结构调整与向平台房东让利等影响，Q1 存量房货币化比率同比下行（综合-0.08pct至 1.18%，其中链家-0.04pct至 2.53%，贝联-0.04pct至 0.36%），但值得关注的是链家与贝联单季存量房货币化比率均环比提升；Q1 新房货币化比率同比+0.24pct至 3.48%，但低于上年 Q4 水平。最终 Q1 公司存量房/新房业务营收分别同比+20.0%/+64.2%。家装营收延续较高增速 (+22.3%)，省心租高速扩张带来租赁营收同比+93.8%（截至 2025Q1 末公司在管房源量逾 50 万套，去年末超 43 万套），最终公司 Q1 实现营收 233 亿元 (+42.4%)。
- 营收结构调整等扰动毛利表现，费率管控成效显著。** 盈利性相对偏弱的新房与租赁业务收入贡献提升，叠加存量房货币化比例下行及固定薪酬成本提升等，2025Q1 公司综合毛利率同比-4.5pct至 20.7%，实现毛利润同比+17.0%。Q1 公司存量房/新房/家装/租赁业务贡献利润率分别同比-2.3/-2.2/+2.8/+2.1pct至 38.1%/23.4%/32.6%/6.7%，其中家装与租赁业务盈利性同环比均有提升；经纪门店的扩张也使得门店成本同比+4.6%。费率管控成效显著，销管研三费占比同比-7.0pct至 18.1%，其中股份支付薪酬费用的下降使得管理费用同比-7.2%；如若剔除股份支付薪酬费用相关分摊，三费较营收比重仍同比-4.7pct至 16.3%。所得税率同比-10.3pct至 38.1%，最终公司实现归母净利润 8.6 亿元 (+98.2%)；股份支付薪酬费用与无形资产摊销同比下降，经调整归母净利润 13.9 亿元 (+0.1%)。
- 在手现金充裕，高度重视股东回报。** 截至 2025Q1 末，公司在手现金及现金等价物、短期投资等合计 548 亿元（去年同期为 608 亿元），仍保持充裕可动用资金。高度重视股东回报，Q1 累计斥资 1.39 亿美元用于股份回购，回购股份数近 2024 年末已发行总股本的 0.6%。2023、2024 年公司也均进行了大手笔的分红与回购，为股东带来较好底线回报。
- 扩产能控费用提升远期盈利潜力，稀缺经纪龙头仍有望享有估值溢价。** 自营平台双轮驱动 GTV 提升，单季链家与贝联存量房货币化比率均环比提升。盈利短板家装与租赁贡献利润率均同环比提升，费率管控成效卓著放大潜在盈利弹性。预计 2025-2027 年公司经调整的归母净利润为 82.5、90.2、100.3 亿元，PE 为 20.2、18.5、16.6X。鉴于竞争优势、相对稀缺、潜在业绩弹性等，短期仍有望享有估值溢价。中长期角度，经纪业务份额仍有提升空间，家装、租赁可贡献潜在增长，数据资产具备较大价值弹性，后续表现仍值得期待。

风险提示

- 1、二手房经纪业务佣金率明显下行；
- 2、二手房市场热度明显下行。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 50.25

注：股价为 2025 年 5 月 15 日收盘价

相关研究

- 《乘势而上夯实主业，潜在弹性仍值得期待——贝壳-W 2024 年报业绩点评》2025-03-23
- 《房屋经纪王者归来，三翼齐飞开拓未来——贝壳-W 深度覆盖报告》2025-03-16



更多研报请访问
长江研究小程序

图 1: 贝壳未来盈利预测 (亿元)

| 项目 | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------------|--------|--------|----------|---------|---------|----------|----------|---------|--------|--------|--------|
| GTV&货币化比率 | | | | | | | | | | | |
| 存量房业务 | 7,377 | 8,219 | 12,974 | 19,400 | 20,582 | 15,765 | 20,280 | 22,465 | 24,598 | 26,274 | 28,044 |
| YOY | | 11.42% | 57.84% | 49.53% | 6.09% | -23.40% | 28.64% | 10.77% | 9.50% | 6.81% | 6.74% |
| 佣金率 | 2.50% | 2.45% | 1.89% | 1.58% | 1.55% | 1.53% | 1.38% | 1.26% | 1.19% | 1.19% | 1.18% |
| —— 自营链家 | 7,377 | 7,840 | 8,553 | 10,119 | 10,348 | 7,464 | 8,476 | 9,185 | 10,208 | 10,851 | 11,498 |
| YOY | | 6.27% | 9.09% | 18.31% | 2.26% | -27.87% | 13.56% | 8.36% | 11.14% | 6.30% | 5.96% |
| 佣金率 | 2.50% | 2.55% | 2.69% | 2.73% | 2.74% | 2.76% | 2.70% | 2.51% | 2.40% | 2.40% | 2.40% |
| —— 贝联 | 0 | 379 | 4,421 | 9,281 | 10,234 | 8,301 | 11,804 | 13,280 | 14,390 | 15,423 | 16,546 |
| YOY | | | 1065.43% | 109.94% | 10.27% | -18.89% | 42.20% | 12.50% | 8.36% | 7.18% | 7.28% |
| 货币化比率 | | 0.41% | 0.35% | 0.32% | 0.35% | 0.42% | 0.43% | 0.38% | 0.34% | 0.34% | 0.34% |
| 新房业务 | 2,526 | 2,808 | 7,476 | 13,830 | 16,086 | 9,405 | 10,030 | 9,700 | 10,306 | 10,830 | 11,779 |
| YOY | | 11.17% | 166.24% | 84.98% | 16.31% | -41.53% | 6.65% | -3.29% | 6.25% | 5.08% | 8.77% |
| 货币化比率 | 2.54% | 2.66% | 2.71% | 2.74% | 2.89% | 3.05% | 3.05% | 3.47% | 3.50% | 3.50% | 3.50% |
| 盈利预测 | | | | | | | | | | | |
| 营业收入 | 255 | 286 | 460 | 705 | 808 | 607 | 778 | 935 | 1,101 | 1,263 | 1,449 |
| YOY | | 12.31% | 60.63% | 53.17% | 14.57% | -24.87% | 28.20% | 20.16% | 17.81% | 14.70% | 14.73% |
| 存量房业务 | 185 | 202 | 246 | 306 | 319 | 241 | 280 | 282 | 294 | 313 | 332 |
| YOY | | 9.17% | 21.90% | 24.41% | 4.53% | -24.49% | 15.88% | 0.88% | 4.22% | 6.44% | 6.18% |
| —— 自营链家 | 185 | 200 | 230 | 276 | 284 | 206 | 229 | 231 | 245 | 260 | 276 |
| YOY | | 8.34% | 15.00% | 20.00% | 2.90% | -27.46% | 11.17% | 0.87% | 6.06% | 6.30% | 5.96% |
| —— 贝联 | 0 | 2 | 16 | 30 | 36 | 35 | 51 | 51 | 49 | 52 | 56 |
| YOY | | | 914.28% | 91.26% | 20.00% | -2.78% | 45.71% | 0.00% | -4.07% | 7.18% | 7.28% |
| 新房业务 | 64 | 75 | 203 | 379 | 465 | 287 | 306 | 337 | 361 | 379 | 412 |
| YOY | | 16.40% | 171.33% | 87.13% | 22.50% | -38.35% | 6.72% | 10.07% | 7.18% | 5.08% | 8.77% |
| 家居装修 | | | | | 2 | 50 | 109 | 148 | 177 | 204 | 234 |
| YOY | | | | | | 2455.88% | 115.00% | 36.11% | 20.00% | 15.00% | 15.00% |
| 房屋租赁 | | | | | | | 61 | 143 | 244 | 341 | 444 |
| YOY | | | | | | | | 135.00% | 70.00% | 40.00% | 30.00% |
| 新兴业务及其他 | 6 | 10 | 12 | 20 | 21 | 28 | 23 | 25 | 25 | 26 | 27 |
| YOY | | 63.13% | 14.96% | 68.74% | 7.89% | 33.42% | -19.36% | 8.83% | 2.00% | 2.00% | 2.00% |
| 营业成本 | 207 | 218 | 347 | 536 | 649 | 469 | 561 | 705 | 851 | 983 | 1,134 |
| YOY | | 5.01% | 59.56% | 54.32% | 21.10% | -27.79% | 19.56% | 25.78% | 20.70% | 15.53% | 15.36% |
| 毛利 | 48 | 69 | 113 | 169 | 158 | 138 | 217 | 229 | 250 | 280 | 315 |
| YOY | | 44.08% | 64.02% | 49.63% | -6.17% | -12.89% | 57.60% | 5.65% | 8.93% | 11.88% | 12.50% |
| 毛利率(%) | 18.69% | 23.98% | 24.49% | 23.92% | 19.59% | 22.71% | 27.92% | 24.55% | 22.70% | 22.14% | 21.71% |
| 营业利润 | -8 | -12 | -18 | 28 | -14 | -8 | 48 | 38 | 45 | 54 | 66 |
| YOY | | | | | | | | -21.52% | 19.19% | 20.44% | 22.85% |
| 所得税费用前利润 | -1 | -5 | -13 | 44 | 11 | 3 | 79 | 69 | 73 | 83 | 97 |
| YOY | | | | | -74.00% | -74.38% | 2597.32% | -12.86% | 6.00% | 14.13% | 16.26% |
| 净利润 | -5.4 | -4.3 | -21.8 | 27.8 | -5.2 | -14.0 | 58.9 | 40.8 | 54.7 | 62.4 | 72.6 |
| 归属普通股股东净利润 | -14.4 | -23.9 | -40.5 | 7.2 | -5.2 | -13.9 | 58.8 | 40.6 | 54.5 | 62.2 | 72.3 |
| 归属经调整净利润 | | | | 27.9 | 22.9 | 28.5 | 97.9 | 72.0 | 82.5 | 90.2 | 100.3 |
| YOY | | | | | -17.82% | 24.38% | 243.11% | -26.49% | 14.63% | 9.35% | 11.22% |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

风险提示

- 1、二手房经纪业务佣金率明显下行：如果二手房经纪业务佣金率再次向下调整，公司收入将受到明显影响。
- 2、二手房市场热度明显下行：如果二手房市场热度明显下行，公司二手房 GTV 与收入均会受到较大影响。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数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，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内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，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。