

公司研究

从交易走向居住

——贝壳-W (2423.HK) 投资价值分析报告

要点

贝壳是国内最大的房产交易及服务平台。贝壳前身是2001年成立的北京链家，2008年链家开始打造行业首个房源数据库“楼盘字典”，2015年起开启全国化并购扩张，2018年贝壳找房平台上线，发展成为全国最大的房产交易及服务平台。2023年贝壳发布以房产经纪和家装、惠居、贝好家为核心的“一体三翼”战略，致力于从传统的房产交易服务平台转型为综合性的居住服务提供商。

房地产经纪业务：线上线下一体化平台优势突出，ACN机制+数字化能力构筑深厚护城河。截至24年末，贝壳线下拥有活跃门店5.0万家、活跃经纪人44.5万人；线上整合链家、德佑及其他房地产经纪品牌，平台规模优势突出。贝壳通过“楼盘字典”及ACN机制，有效解决了房产交易大额、低频属性下的假房源与吃差价现象以及经纪人之间的零和博弈内耗问题。贝壳持续推动数字化转型，如SaaS系统赋能平台所有参与者、VR看房提高看房效率等，提升平台效率和客户体验。随着未来二手房换手率、新房中介渗透率进一步提升，以及贝壳市占率领先，房地产经纪业务有望持续增长。

家装家居业务：融合流量优势与科技能力，打造第二曲线。根据贝壳研究院测算，24年国内家装市场规模约3.9万亿，竞争格局高度分散，而行业堵点在于价格不透明、交付周期长及施工质量难以保证等问题，消费者满意度低；高获客成本亦使得家装企业盈利性较弱。贝壳凭借前置房地产经纪业务带来流量优势，并通过“标准化+数字化+全链路整合”模式，以数字化赋能整装，提升交付能力。22年收购圣都家装后，进入垂直经营与互联网平台模式结合后的规模化复制阶段。未来伴随标杆城市成功经验复制全国、整装交付能力提升以及家具和电器等新零售占比提升，贝壳第二曲线有望助力增长。

房屋租赁与住宅开发：租赁以“省心租”为核心，“贝好家”探索C2M住宅开发新模式。“省心租”摒弃“做二房东吃差价”的以租金差为主要盈利来源的商业模式，以“微利可持续”为战略导向，通过提升出租效率，快速去化，缩短出租的实际周期，挣“空置期”的钱。截至24年末“省心租”在管房源超43万套，未来有望继续扩容。“贝好家”已在西安、北京、杭州等城市落地，25年重点在北京、上海、广州、成都等十余个城市开展业务。

盈利预测、估值与评级：贝壳是国内最大的房产交易及服务平台，有望受益于地产修复，其他三翼业务渐成第二曲线。我们预测25-27年归母净利润为57.7/66.9/74.4亿元，对应PE为28/24/22倍，考虑到经纪主业稳固，家装及租赁业务高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：佣金率下调风险，房地产市场复苏不及预期，新业务拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	112,006	129,164	147,125
营业收入增长率	28.2%	20.2%	19.8%	15.3%	13.9%
归母净利润(百万元)	5,883	4,065	5,770	6,688	7,437
归母净利润增长率	-524.5%	-30.9%	42.0%	15.9%	11.2%
EPS(元)	1.62	1.12	1.59	1.85	2.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.2%	5.7%	7.6%	8.1%	8.2%
P/E	27	40	28	24	22
P/B	2.2	2.3	2.1	1.9	1.8
经调整净利润(百万元)	9,799	7,211	8,483	9,201	9,551
经调整净利润增长率	244.7%	-26.4%	17.6%	8.5%	3.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2025-05-26 注：采用港币汇率为0.9201

买入(首次)

当前价：48.20 港元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

联系人：鲁俊

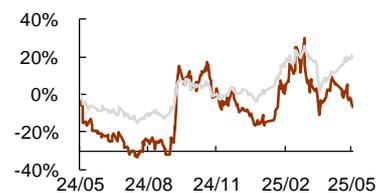
021-52523835

lujun1@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	36.22
总市值(亿港元)	1,736.24
一年最低/最高(港元)	33.31/72.01
近3月换手率：	35.19%

股价相对走势



— 贝壳-W — 恒生指数

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-18.13	-11.42	-13.05
绝对	-12.20	-11.68	12.07

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 新房经纪业务: 24年9月中共中央政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”，政策支持力度持续加大。考虑到短期内地产开发商债务危机仍在持续，我们预计25年全国住宅商品房交易额同比下滑7.3%至7.9万亿元。随着地产支持政策下开发商的信用危机有望缓释，居民收入预期亦或改善，我们预计26-27年全国住宅商品房交易额为7.4/7.2万亿，分别同比-5.8%/-2.6%。预计贝壳新房交易额25-27年市占率分别为13.1%、14.7%、16.3%。伴随新房去化难度提升、房企去库需求强烈，代销渠道议价能力逐步提升，我们预计25年贝壳新房业务佣金率提升至3.5%，26年小幅提升至3.6%，后续伴随新房市场企稳，佣金率将保持稳定。

2) 存量房经纪业务: 伴随存量房规模增长以及二手房换手率提升，预计25-27年二手房交易额同比+5.0%、+4.0%、+3.0%；房屋租赁方面，随着城镇化进一步发展、政策推动保障性租赁住房供给增加，预计25-27年房屋租赁交易额年均增长4%。综合下25-27年全国存量房交易额同比+4.8%、+4.0%、+3.2%。预计25-27年贝壳存量房业务市占率分别24.5%、25.7%、26.9%。贝壳经纪人交易额贡献占比的持续提升，使得存量房业务整体费率呈现小幅下降趋势，我们预计25-27年存量房业务整体费率分别为1.24%、1.23%、1.22%。

3) 家装家居业务: 受益于二手房交易业务天然导流、产品结构优化以及交付能力持续提升，我们预计25-27年家装家居收入分别为185/222/255亿元。

4) 房屋租赁业务: 随着“省心租”与集中式公寓在管房源持续扩充，我们预计25-27年房屋租赁业务收入分别为241/319/410亿元。

我们区别于市场的观点

市场对贝壳认知停留在房产交易平台这一定位，忽视了贝壳对传统行业的改造能力；并担忧贝壳能否顺利做大家装家居等延伸业务。我们认为贝壳曾多次重塑房产经纪行业运营模式，并引领行业发展，本质在对行业痛点的洞察、对业务流程的再造能力，并利用互联网平台和数字化赋能，构筑深厚护城河。加上贝壳平台庞大房源客源基础和地产市场数据深厚积累，可持续迭代产品及服务，第二曲线发展无虞。

股价上涨的催化因素

- 1) 推动房地产市场止跌回稳的背景下，地产行业进一步出台刺激政策；
- 2) 地产销售数据连续改善；
- 3) 圣都整装主导的家装家居业务推进超预期；
- 4) “省心租”在管房源规模加速提升。

估值与评级

贝壳是国内最大的房产交易及服务平台，有望受益于地产修复，其他三翼业务渐成第二曲线。我们预测25-27年归母净利润为57.7/66.9/74.4亿元，对应PE为28/24/22倍，考虑到经纪主业稳固，家装及租赁业务高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

目 录

1、公司概况：专注房产交易及服务	6
1.1 国内最大的房产交易及服务平台	6
1.2 同股不同权架构，核心管理层掌握近半数投票权	7
1.3 “一体三翼”战略，从交易走向居住.....	8
2、房地产经纪业务：一超多强的大市场	10
2.1 存量房：26 年行业规模 1900 亿，换手率提升驱动增长	10
2.2 新房：千亿级市场，规模相对稳定	12
2.3 竞争格局：一超多强，整体相对分散.....	13
3、家装业务：空间广阔，极度分散	14
3.1 万亿家装市场，竞争高度分散.....	14
3.2 行业特征：产业链冗长，家装企业盈利性弱.....	15
4、核心看点：流程再造与标准化能力	17
4.1 贝壳如何重塑房地产经纪行业？	17
4.1.1 真房源：建立“楼盘字典”，确保房源真实性	17
4.1.2 ACN 网络：推动信息共享与经纪人合作	18
4.1.3 技术驱动：数字化转型，优化流程及用户体验.....	20
4.1.4 财务视角：盈利具备弹性	20
4.2 贝壳如何做好家装家居业务？	24
4.2.1 策略：融合流量优势与科技能力，打造第二曲线.....	24
4.2.2 财务视角：收入快速扩张，盈利提升空间足	26
4.3 贝壳的新探索：房屋租赁与住宅开发.....	27
4.3.1 房屋租赁：“省心租”为核心.....	27
4.3.2 住宅开发：大数据+AI 探索 C2M 房地产开发新模式.....	29
5、盈利预测	30
5.1 关键假设及盈利预测	30
5.2 相对估值	33
5.3 绝对估值	33
5.4 估值结论与投资评级	35
5.5 股价驱动因素	35
6、风险分析	35

图目录

图 1: 贝壳平台架构.....	6
图 2: 贝壳发展历程.....	7
图 3: 贝壳 GTV 及增速 (亿元)	9
图 4: 贝壳各业务 GTV 占比.....	9
图 5: 贝壳营收及增速 (亿元)	10
图 6: 贝壳各业务收入占比.....	10
图 7: 全国二手住宅成交面积情况.....	10
图 8: 全国新建商品住宅成交面积情况.....	10
图 9: 2023 年 30 个重点城市二手房成交面积超新房 (亿平米)	11
图 10: 2023 年 10 个重点城市二手房成交面积占比已超 50%.....	11
图 11: 中美房屋换手率对比 (2021 年)	11
图 12: 上海的房龄结构比全国明显更旧 (2020 年)	11
图 13: 美国住宅购买途径结构 (2001-2023 年)	12
图 14: 我国二手房中介渗透率和佣金率情况.....	12
图 15: 我国新房中介渗透率和佣金率情况.....	13
图 16: 我国房地产经纪行业竞争格局 (2021 年)	14
图 17: 我国家装家居市场规模及住房装修单价情况.....	15
图 18: 家装行业竞争格局高度分散	15
图 19: 消费者装修方式选择	15
图 20: 不同线级城市消费者装修方式选择	15
图 21: 家装家居行业交付复杂	16
图 22: 装修中消费者遇到的主要问题.....	16
图 23: 消费者家装家居信息获取渠道.....	17
图 24: 高获客成本使得家装企业销售费用率普遍较高 (2021 年)	17
图 25: “楼盘字典”覆盖房屋数量情况.....	18
图 26: “楼盘字典”采用 7 级门址系统确定每一套房的地理位置.....	18
图 27: ACN 网络将二手房交易拆分为十个环节.....	19
图 28: 贝壳 VR 看房观看量及观看时长	20
图 29: 贝壳研发费用情况.....	20
图 30: 贝壳存量房业务收入	21
图 31: 贝壳存量房收入来自链家佣金及贝联经纪人.....	21
图 32: 贝壳平台门店及经纪人数量	21
图 33: 贝壳存量房业务佣金率	21
图 34: 贝壳存量房交易额及其市占率 (万亿元)	21
图 35: 贝壳存量房业务贡献利润率	22
图 36: 贝壳存量房业务收入与贡献利润率整体正相关	22
图 37: 贝壳存量房利润比收入弹性更大.....	22
图 38: 贝壳新房业务收入情况	23
图 39: 贝壳新房业务交易额主要由贝联经纪人贡献.....	23

图 40: 贝壳新房业务贡献利润率	23
图 41: 贝壳新房交易额及其市占率 (万亿元)	23
图 42: 贝壳新房佣金率逐步提升至 3% 以上	24
图 43: 上海链家门店更新为带有“圣都整装”的门头	25
图 44: 链家门店&签约中心内展示圣都品牌介绍	25
图 45: 被窝整装“十心实意”安心服务承诺升级 2.0	26
图 46: 贝刻智慧工地实现工期管理	26
图 47: 贝刻智慧工地实现施工料管理	26
图 48: 贝壳家装家居业务收入情况	27
图 49: 贝壳家装家居业务贡献利润率	27
图 50: 贝壳“省心租”七大升级服务	28
图 51: 贝壳房屋租赁业务收入情况	28
图 52: 贝壳“省心租”在管房源数量 (套)	28
图 53: “贝好家”C2M 模式与传统开发模式对比	29

表目录

表 1: 贝壳股权结构及投票权结构 (亿股, 截至 24 年末)	8
表 2: 贝壳高管团队介绍	8
表 3: 贝壳主要业务收入确认政策	9
表 4: 二手房经纪业务市场规模测算	12
表 5: 新房经纪业务市场规模测算	13
表 6: 房产经纪行业主要公司对比 (2021 年)	14
表 7: “贝壳分”体系	19
表 8: 贝壳家装业务布局情况	24
表 9: 贝壳盈利预测 (收入, 亿元)	31
表 10: 贝壳盈利预测 (成本及费用, 亿元)	32
表 11: 可比公司估值比较	33
表 12: 绝对估值核心假设表	34
表 13: 现金流折现及估值表	34
表 14: 敏感性分析表 (元)	34
表 15: 贝壳盈利预测与估值简表	35

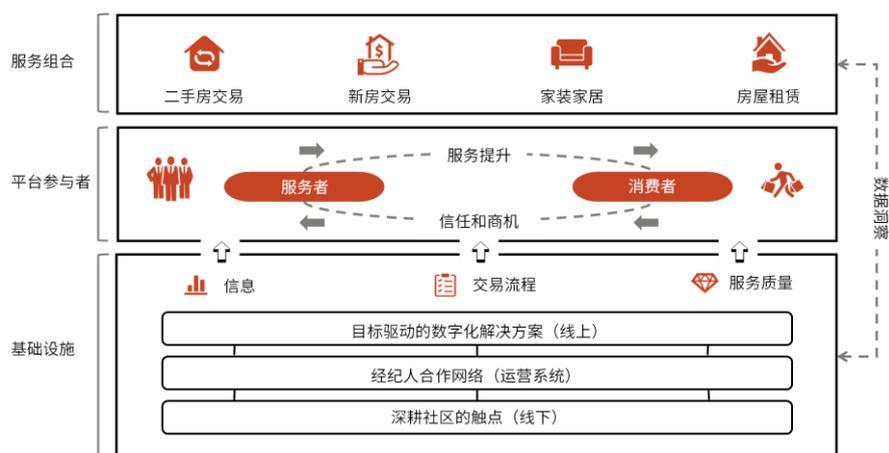
引言：正如 20 世纪初亨利·福特发明了世界上第一条汽车流水线，当前贝壳将完整的二手房交易划分为若干个不同环节，让多个经纪人在一单交易中开展合作，塑造了房产交易的“流水线”，并借助互联网实现从垂直到平台的巨大突破。贝壳当前又由房产交易向家装家居及租赁业务发展，实现从交易到居住的跨越，如何理解企业历史发展和战略选择？贝壳在未来第二曲线如何描摹？

1、公司概况：专注房产交易及服务

1.1 国内最大的房产交易及服务平台

贝壳是国内最大的线上线下一体化房产交易及服务平台。公司率先于国内打造平台基础设施和标准，致力于重塑服务者作业模式，更高效地为消费者提供二手房和新房交易、房屋租赁、家装家居及其他房产交易及居住服务。根据公司招股说明书引用的灼识咨询报告，按 2021 年的总交易额（38535 亿元）计，公司是中国最大的房产交易和服务平台，以及全球前三大商业平台。

图 1：贝壳平台架构



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

回顾发展，公司始终坚持“做难而正确的事”，一路引领行业变革，其发展历程历经链家成长、互联网化探索、布局全国、平台化转型以及多元发展五个阶段：

1) 链家成长 (2001-2009 年)：2001 年链家第一家门店在北京成立；2004 年，链家在行业内率先提出“透明交易、签三方约、不吃差价”的阳光作业模式¹，打破了长期以来中介行业“信息不对称”的弊端，使交易双方的权益得到最大程度保障；2008 年，链家开始打造行业首个房源数据库“楼盘字典”，旨在打破行业假房源桎梏。

¹该模式下，交易时买卖双方都共同到场，与经纪公司三方签约，房屋价格信息对双方透明，杜绝了被赚取差价的可能，而链家作为中介机构，只收取交易佣金。两年后，2006 年，建设部发布《中国房地产经纪执业规则》，对房地产中介机构作出明确规范：房地产经纪机构收取佣金不得违反国家法律法规，不得赚取差价及谋取合同约定以外的非法收益；不得利用虚假信息骗取中介费、服务费、看房费等费用。

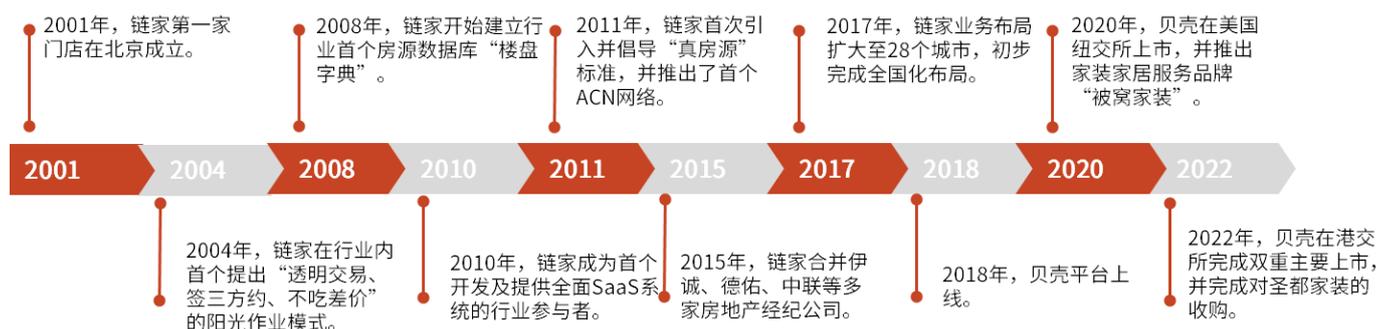
2) **互联网化探索 (2010-2014 年)**：2010 年，链家首次开发及提供全面 SaaS 系统；2011 年，在业内首推“真房源”标准，确保房源“真实存在、真实委托、真实价格、真实信息”，并推出了首个 ACN 网络 (Agent Cooperate Network)，促进经纪人之间的信息共享与合作；2014 年，链家网上线，大批互联网人才加盟推动 O2O 战略落地，线上平台高速发展。

3) **布局全国 (2015-2018 年)**：2015 年，链家通过大举并购和引入战略合作扩张业务范围，与伊诚地产、上海德佑地产、深圳中联地产等 7 家公司进行合并，并与济南“孚瑞不动产”、大连“好旺角”、广州满堂红达成战略合作；截至 2017 年，链家已覆盖全国 28 个城市，初步完成全国化布局。

4) **平台化转型 (2018 年至今)**：2018 年，对居住行业及生态系统参与者开放的贝壳平台上线，链家实现了从自营到平台的跨越式转型；并将链家的核心竞争力推广至贝壳平台，赋能数百个房地产经纪品牌。

5) **多元发展 (2020 年至今)**：2020 年，推出家装家居服务品牌“被窝家装”，旨在提供从室内设计、装修、翻新、家具、用品到售后维护及维修在内的一站式解决方案；同年，贝壳于美国纽交所上市，成为中国房产交易服务平台第一股；2022 年，贝壳完成对圣都家装的收购，并于港交所完成双重主要上市。

图 2：贝壳发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

1.2 同股不同权架构，核心管理层掌握近半数投票权

公司采用同股不同权架构。截至 24 年末，公司总股本 36.22 亿股，其中 A 类股和 B 类股分别为 34.78 亿股和 1.44 亿股。每股 A 类股有 1 票投票权；每股 B 类股有 10 票投票权，且可按 1:1 的比例转换为 A 类股。

核心管理层掌握近半数投票权。左夫人控制的 Propitious Global (创始人左晖家族信托) 是公司第一大股东，持股 23.5%，投票权占比 17.3%；联合创始人、董事会主席兼 CEO 彭永东持股 5.0%，投票权占比 22.1%；联合创始人、执行董事单一刚持股 2.7%，投票权占比 10.0%。根据授权委托书安排，百汇合伙 (彭永东、单一刚分别控股 50%) 被授权行使 Propitious Global 所持股份所代表的投票权，故核心管理层掌握 49.3% 的投票权，有助于公司长期战略制定和实施。

表 1: 贝壳股权结构及投票权结构 (亿股, 截至 24 年末)

股东	A 类股	B 类股	合计	股份占比	投票权占比
Propitious Global (创始人左晖家族信托)	8.50	-	8.50	23.5%	17.3%
彭永东	0.81	1.00	1.82	5.0%	22.1%
单一刚	0.54	0.44	0.98	2.7%	10.0%
腾讯	3.35	-	3.35	9.3%	6.8%
其他股东	21.57	-	21.57	59.6%	43.9%
合计	34.78	1.44	36.22	100.0%	100.0%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 注: A 类股每股可投一票, B 类股每股可投十票。

高管团队深耕行业经验丰富, 房产经纪及互联网背景兼具。董事会主席兼 CEO 彭永东先生 2010 年加入北京链家, 2017 年起担任链家网 CEO, 曾作为 IBM 战略与变革高级顾问为链家提供咨询服务, 加入链家后成为线上化项目主要负责人; 执行董事单一刚为大连好旺角房屋经纪有限公司的联合创始人, 2007 年加入北京链家并担任董事, 在北京链家发展初期深入参与所有战略决策; 董事会副主席及执行董事徐万刚曾创立四川伊甸城房产电子商务有限公司、四川伊诚房地产经纪有限公司, 房地产行业经验丰富, 2015 年加入链家并担任四川链家总经理; 执行董事兼 CFO 徐涛 2016 年加入贝壳, 曾在商汤科技、滴滴无限科技(滴滴出行)等互联网公司担任 CFO, 财务管理经验积淀深厚。

表 2: 贝壳高管团队介绍

姓名	职位	年龄	过往履历
彭永东	联合创始人、董事会主席、执行董事兼 CEO	45	2001.8-2003.3, 伊博电源(杭州)有限公司高级经理; 2006.7-2010.1, IBM(中国)战略与变革高级顾问; 2010.1 起先后担任北京链家副总经理及总经理; 2017.4 起担任链家网(贝壳找房前身)CEO
单一刚	联合创始人兼执行董事	52	1999.12-2007.11, 大连好旺角房屋经纪有限公司联合创始人、副总裁; 2007.12-2021.9, 北京链家董事; 2017.12 起担任 Ziroom(自如)董事
徐万刚	董事会副主席、执行董事兼 COO	59	1986.9-2001.8, 电子工业部第十研究所技术研发部工作人员及经理; 2001.9-2004.9, 成都成电万通投资有限公司经理; 2004.8、2009.12, 先后创立四川伊甸城房产电子商务、四川伊甸城不动产经纪有限公司(四川伊诚房地产经纪公司前身)并任总经理
徐涛	执行董事兼 CFO	51	1999-2001, 搜狐财务经理; 2001.5-2008.3, 历任朗讯科技(中国)大中华区财务总监、CFO; 2008.4-2011.2, 太阳计算机系统(中国)中国区财务总监; 2011.9-2014.7, 达科信息科技(北京)中国区 CFO; 2014.8-2015.12, 北京滴滴无限科技 CFO; 2016.6-2016.10, 北京商汤科技 CFO

资料来源: 公司公告, 公司官网, 光大证券研究所 注: 截至 2024 年末

1.3 “一体三翼”战略, 从交易走向居住

公司有四项收入来源, 包括存量房业务、新房业务、家装家居和新兴业务及其他。其中, 对于存量房业务, 收入来自: a) 自营的链家品牌, 包括二手房交易及房屋租赁收取的佣金, 及来自其他经纪公司的佣金分成²; b) 对在贝壳平台经营门店的经纪公司收取的平台服务费、及对加盟品牌(如德佑)旗下的经纪公司收取的额外加盟费; c) 其他增值服务, 包括签约及签约服务, 以及实地考察、经纪

² 其他经纪公司在贝壳平台上经营经纪门店, 并与链家经纪人合作完成交易。

人招聘和培训服务在内的协助工作等。对于新房业务，贝壳向房地产开发商收取销售佣金。家装家居主要来自为消费者提供家装家居服务产生收入。新兴业务及其他，主要包括金融服务及租赁住房管理运营服务等业务。

表 3: 贝壳主要业务收入确认政策

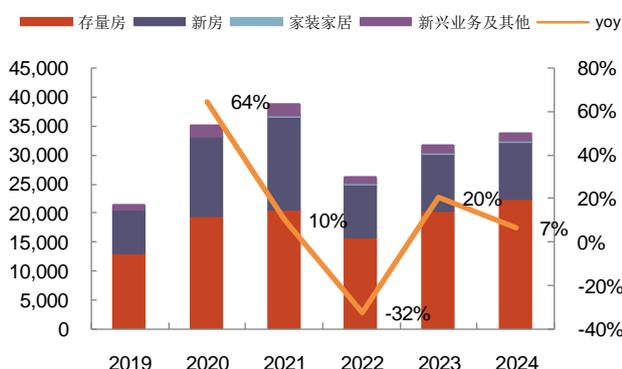
业务板块	收入来源/渠道	收入类别
存量房业务	链家（自营品牌）	交易佣金（链家作为主经纪商）
	其他经纪公司（加盟品牌）	分佣佣金（链家作为参与经纪商）
		平台服务费、加盟费、其他服务费
新房业务	房地产开发商	销售佣金
家装家居、新兴业务及其他	消费者	家装家居收入、新型业务及其他收入

资料来源：公司公告，光大证券研究所

存量房及新房交易贡献主要 GTV 及收入。 1) GTV (Gross Transaction Value, 总交易额) 来看，贝壳以二手房经纪起家，存量房业务仍贡献主要交易额，2024 年贝壳总 GTV 达 3.3 万亿，其中存量房业务、新房业务 GTV 分别为 2.2、1.0 万亿，占比 67.1%、29.0%。2) 收入来看，存量房业务收入稳步增长，从 17 年的 185 亿元增长至 21 年的 319 亿元，CAGR4 为 14.7%；受益于新房市场高景气度，新房业务收入从 17 年的 64 亿元增长至 21 年的 465 亿元，CAGR4 达 64.0%，20 年新房业务收入占比已经超越存量房业务达 53.8%。受房地产深度调整影响，22 年贝壳经营承压，到 23 年重回增长，24 年存量房业务、新房业务收入分别为 282、337 亿元，占比 30.2%、36.0%。

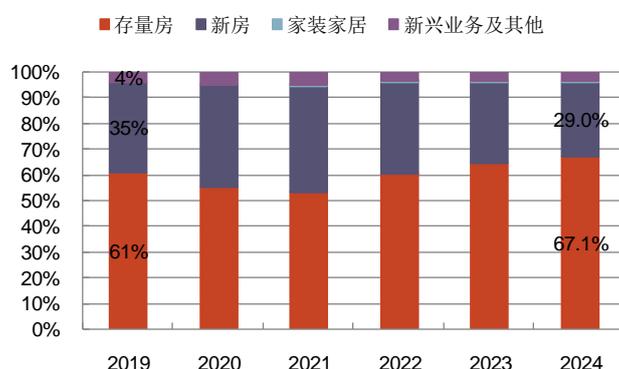
“一体三翼”战略，从交易走向居住。 贝壳从房产交易出发，围绕“居住”逐步扩大业务范围。贝壳 21 年发布“一体两翼”战略（“一体”即存量房和新房交易服务，“两翼”分别为家装家居及房屋租赁业务），22 年并购圣都家装，23 年家居家装业务实现收入 109 亿元，同比高增 115%，占比总收入达 14.0%；23 年贝壳宣布“一体三翼”战略升级，组建经纪、家装、惠居、贝好家四条事业线，未来公司将进军房地产开发领域，实现房地产链条全部打通。

图 3: 贝壳 GTV 及增速 (亿元)



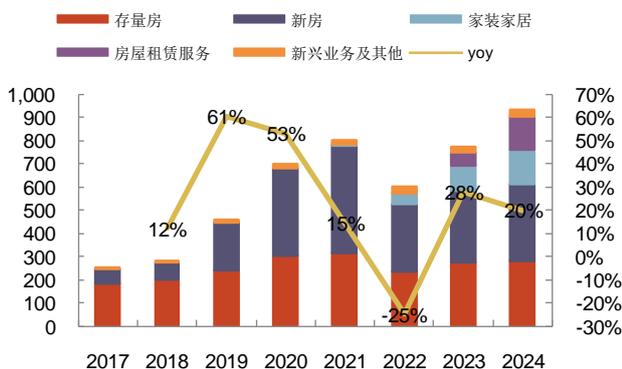
资料来源：公司公告，光大证券研究所 注：贝壳平台 2018 年成立

图 4: 贝壳各业务 GTV 占比



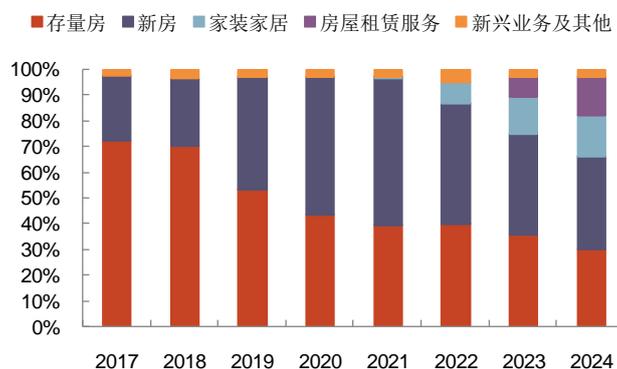
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5: 贝壳营收及增速 (亿元)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 6: 贝壳各业务收入占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

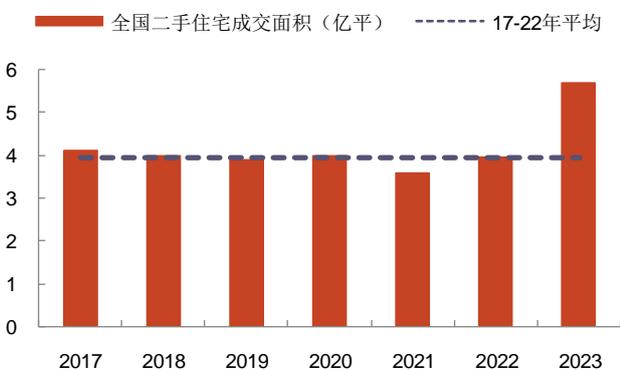
2、房地产经纪业务：一超多强的大市场

2.1 存量房：26 年行业规模 1900 亿，换手率提升驱动增长

随着城镇化后期二手房供应增加、房龄结构老化及改善型需求提升，二手房成交面积及换手率将逐步提升。

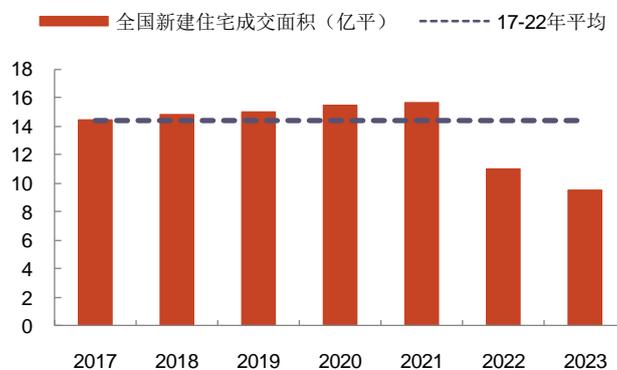
23 年二手房成交面积超过新房。根据贝壳研究院，23 年全国二手房成交面积约 5.7 亿平、成交金额约 7.1 万亿元，同比增长 44%、30%；叠加近两年新建住宅销售面积有所下滑，23 年二手房成交面积占比住宅总成交面积已达 38%。此外根据克而瑞，23 年 30 个重点城市二手房成交面积首次超过新房，二手房成交面积达到 1.81 亿平方米，而新房成交面积是 1.61 亿平方米；包括北京、上海、广州等在内的 10 个重点城市二手房成交面积占比大多超过 50%。结合房地产新开工面积仍处于下行周期，预计未来一段时间二手房成交面积占比还会继续提升。

图 7: 全国二手住宅成交面积情况



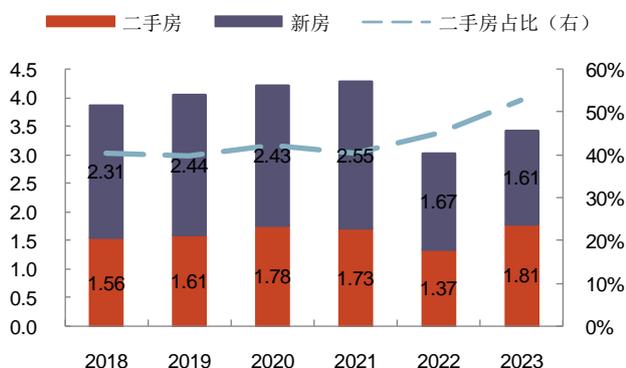
资料来源: 贝壳研究院, 光大证券研究所

图 8: 全国新建商品住宅成交面积情况



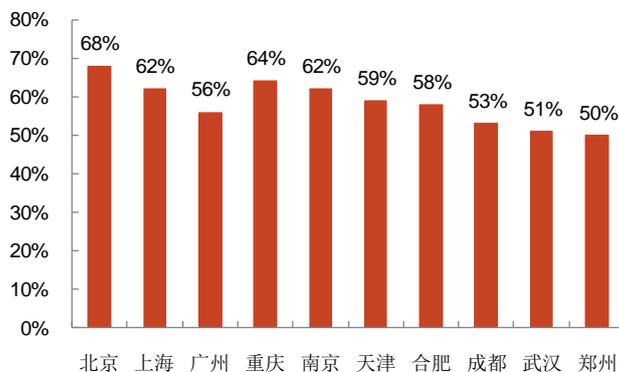
资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

图 9：2023 年 30 个重点城市二手房成交面积超新房（亿平米）



资料来源：克而瑞，光大证券研究所 注：30 个重点城市包括上海、北京、广州、深圳、成都、杭州、南京、青岛、厦门、苏州、天津、南宁、合肥、重庆、武汉、郑州、西安、大连、宝鸡、东莞、佛山、汉中、漯河、渭南、扬州、舟山、北海、江门、清远、资阳

图 10：2023 年 10 个重点城市二手房成交面积占比已超 50%

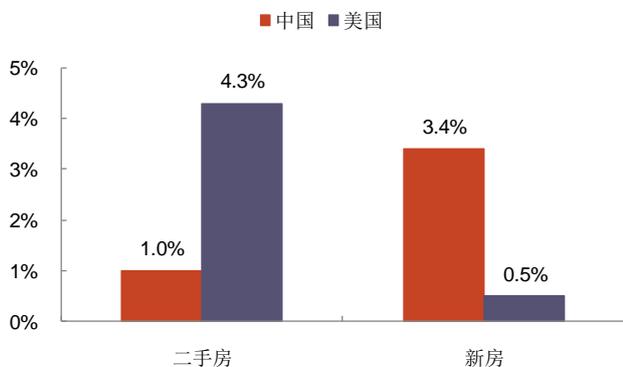


资料来源：克而瑞，光大证券研究所

我国存量房规模稳步提升，二手房市场供给充足。限于数据可得性，我们以 1998 年住房制度改革为起点，使用当年存量住房面积=前一年存量住房面积+当年商品房销售面积来大概测算历年存量旧房规模，其中 1998 年当年存量旧房数据使用 1978-1998 年期间每年城镇新建住宅面积与农村新建房屋面积之和来估计，则 2023 年我国存量住房面积约 400 亿平米，随着存量房规模稳步提升，二手房市场供给充足。

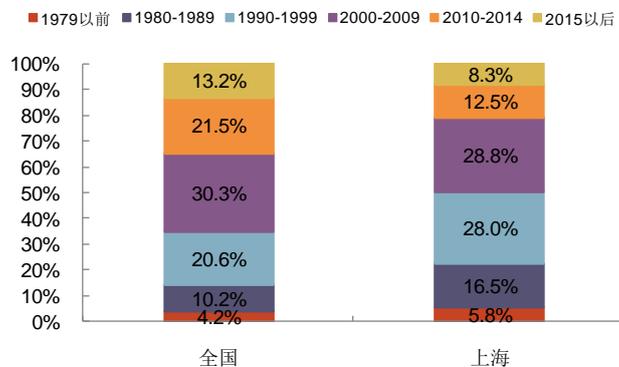
二手房换手率提升潜力巨大。一是横向对比海外，根据贝壳招股说明书引用的灼识咨询，2021 年美国二手房换手率（二手房交易量/存量房总数）为 4.3%，而中国仅 1.0%。二是以城市化进程较早的上海为例，其房龄结构比全国明显更老，2000 年以前住房占比达 50.4%，全国水平仅 35%；而上海拥有存量住宅 840.6 万套，21 年上海二手房成交量为 27.8 万套，对应换手率为 3.3%，远高于全国的 1%。

图 11：中美房屋换手率对比（2021 年）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 12：上海的房龄结构比全国明显更旧（2020 年）

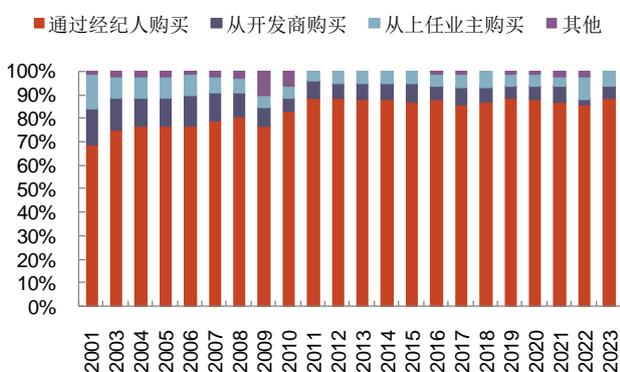


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

空间测算：国内二手房经纪业务市场有多大？

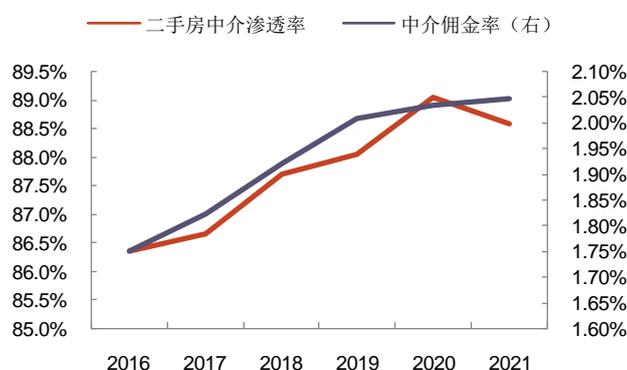
根据二手房经纪业务收入=二手房交易额×中介渗透率×佣金率来测算市场规模。由于二手房市场信息不对称严重，交易成本昂贵，成熟市场的中介渗透率维持在较高水平。根据美国 NAR³数据，美国自 2011 年以来，通过经纪人购买方式占比一直维持在 86%以上；23 年美国二手房市场中通过经纪人购买/从开发商购买/从上任业主购买这三种方式占比分别为 89%/5%/6%。而根据贝壳招股说明书，16 年以来我国二手房中介渗透率亦保持在 86%以上，21 年达到 88.6%。参照美国经验，我们假设未来二手房中介渗透率维持 88.6%不变。二手房中介佣金率来看，考虑到 19 年以来中介佣金率提升速度放缓，我们保守假定未来佣金率亦稳定在 21 年 2.05%的水平。并结合公司招股说明书引用的灼识咨询预测 26 年中国二手房成交额达到 10.5 万亿，测算 26 年对应二手房经纪业务市场规模有望达到 1904 亿，21-26 年 CAGR 为 8.5%。

图 13：美国住宅购买途径结构（2001-2023 年）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所 注：根据成交量测算各途径占比

图 14：我国二手房中介渗透率和佣金率情况



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 4：二手房经纪业务市场规模测算

	2016	2021	2026E	21-26CAGR
二手房成交额(万亿元)	6.6	7	10.5	8.4%
中介渗透率	86.4%	88.6%	88.6%	
二手房经纪公司成交额(万亿元)	5.7	6.2	9.3	8.5%
佣金率	1.75%	2.05%	2.05%	
佣金额 (亿元)	997	1269	1904	8.5%

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所测算

2.2 新房：千亿级市场，规模相对稳定

未来我国新房中介渗透率或将继续提升。根据公司招股说明书引用的灼识咨询，国内新房交易的中介渗透率从 16 年的 14.1%提升至 21 年的 31.9%。我们认为在后城市化背景下，新房楼盘位置离传统意义上的市中心相对更远，改善型需求主导下大量潜在客户来自二手房业主，而相较于房产中介具有大规模的线下网络及客源优势，开发商售楼处的获客难度和获客成本相对较高，未来新房中介渗透率或将继续提升。

³ 指美国房地产经纪人协会。

图 15: 我国新房中介渗透率和佣金率情况



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

空间测算: 国内新房经纪业务市场有多大?

根据中指研究院测算, “十五五”时期全国商品住宅年均销售面积约 7-8 亿平米, 我们假设未来国内新房成交额中枢在 7.5 万亿左右, 中介渗透率从 21 年的 31.9% 每年提升 2pcts 至 26 年的 41.9%, 佣金率假定保持稳定。则 26 年国内新房经纪业务市场仍有 763 亿元规模。

表 5: 新房经纪业务市场规模测算

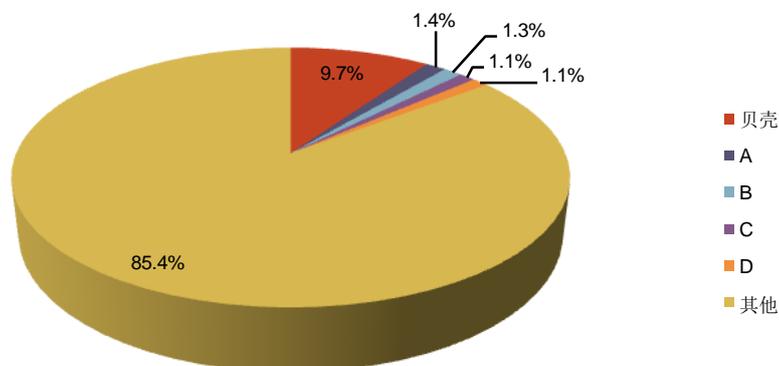
	2016	2021	2026E
新房成交额(万亿元)	9.9	16.3	7.5
中介渗透率	14.1%	31.9%	41.9%
新房经纪公司成交额(万亿元)	1.4	5.2	3.1
佣金率	2.04%	2.43%	2.43%
佣金额 (亿元)	286	1262	763

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所测算

2.3 竞争格局: 一超多强, 整体相对分散

房地产经纪行业整体相对分散, 呈现一超多强竞争格局。贝壳是国内最大的房产交易平台, GTV 和收入绝对领先, 根据公司招股书引用的灼识咨询, 21 年贝壳 GTV 口径市占率 9.7%, 第二梯队 A 公司、B 公司、C 公司、D 公司市占率分别 1.4%、1.3%、1.1%、1.1%。

图 16: 我国房产经纪行业竞争格局 (2021 年)



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

表 6: 房产经纪行业主要公司对比 (2021 年)

	GTV (亿)	收入 (亿)	门店数量 (家)	门店模式	经纪人数量 (万)
贝壳	38,535	808	>45000	自营、加盟、第三方	>40.6
A	5580	66	<2000	自营、加盟	<4
B	5046	59	<1000	自营	<2
C	4300	109	4600	自营、加盟	5
D	4158	79	10000	自营、加盟	3

资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

3、家装业务：空间广阔，极度分散

3.1 万亿家装市场，竞争高度分散

随着存量房规模增长，包括二手房交易后装修、自然老化翻新在内装修需求逐步释放，叠加消费者对居住品质要求提升带来装修单价的提高，家装市场规模持续扩容。根据贝壳研究院测算，24 年国内家装市场规模约 3.9 万亿（其中存量房装修/新房装修占比为 60%/40%），预计到 27 年达到 5.5 万亿。

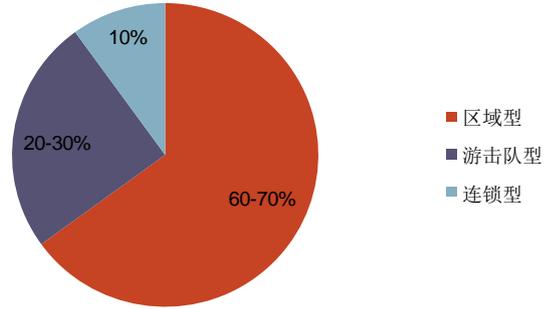
根据新浪家居《2024 中国家装行业年度调研报告》，区域型家装企业占比约为 60%-70%，“游击队”占比约为 20%-30%，而连锁型占比仅 10%；以及贝壳招股说明书引用的灼识咨询，21 年家装家居行业市场参与者逾 10 万家，而 CR5 收入占比不到 5%。主要系家装产业链冗长、施工标准化难度大以及个性化需求导致行业进入门槛低、竞争激烈，难以实现规模效应。

图 17: 我国家装家居市场规模及住房装修单价情况



资料来源: 贝壳研究院预测, 光大证券研究所

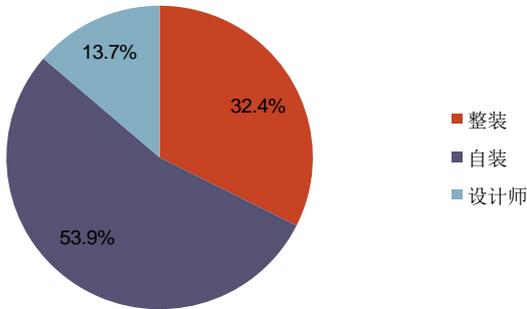
图 18: 家装行业竞争格局高度分散



资料来源: 新浪家居《2024 中国家装行业年度调研报告》, 光大证券研究所

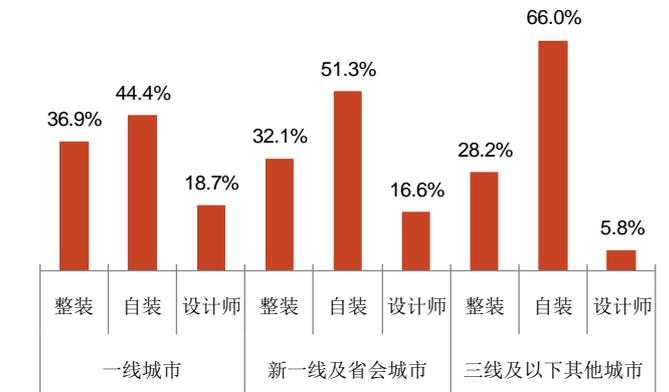
装修方式来看, 自装占比整体较高, 而整装模式在一线城市选择偏好度逐步提升。根据树懒生活 Fine《2024 中国家装消费者调研报告》, 选择自装的消费者仍是主流, 占比 53.9%, 整装、设计师装修方式分别占比 32.4%、13.7%。而分线城市城市看, 整装模式在一线城市选择偏好度逐步提升, 新一线及省会城市整装提升潜力充足。

图 19: 消费者装修方式选择



资料来源:《2024 中国家装消费者调研报告》树懒生活 Fine, 光大证券研究所 注: N=4170, 调研报告 24 年 7 月发布

图 20: 不同线城市消费者装修方式选择

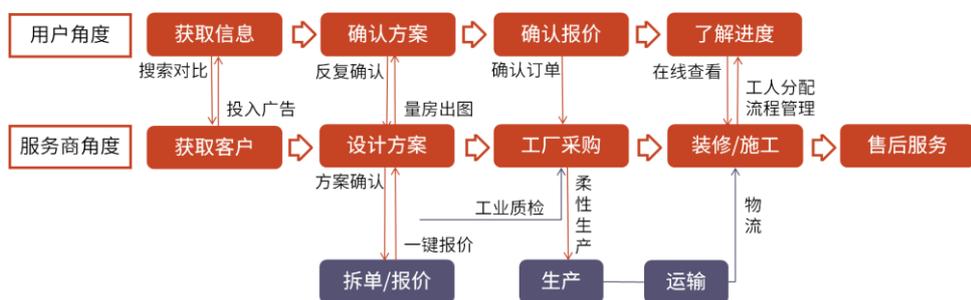


资料来源:《2024 中国家装消费者调研报告》树懒生活 Fine, 光大证券研究所 注: N=4170, 调研报告 24 年 7 月发布

3.2 行业特征: 产业链冗长, 家装企业盈利性弱

产业链冗长、参与主体多, 服务交付复杂。 1) 需求端来看: 与房产交易类似, 家装家居服务也是大额低频交易, 消费者决策相对谨慎, 注重品牌及口碑; 家装方案的个性化、定制化属性较强, 且贯穿设计、材料、施工各个环节。2) 供给端来看, 低频生意特征凸显获客环节重要性; 产业链冗长, 涉及上游的建材原料供应、中游的建材生产与家具制造, 以及下游的销售、交付及售后, 涵盖了设计、采购、工程、安装、木作、软装等多个环节; 参与主体多, 包括原材料供应商、建材家居软饰工厂及经销商、装修公司、设计师、施工队、下游 C 端住户、B 端地产开发商等。

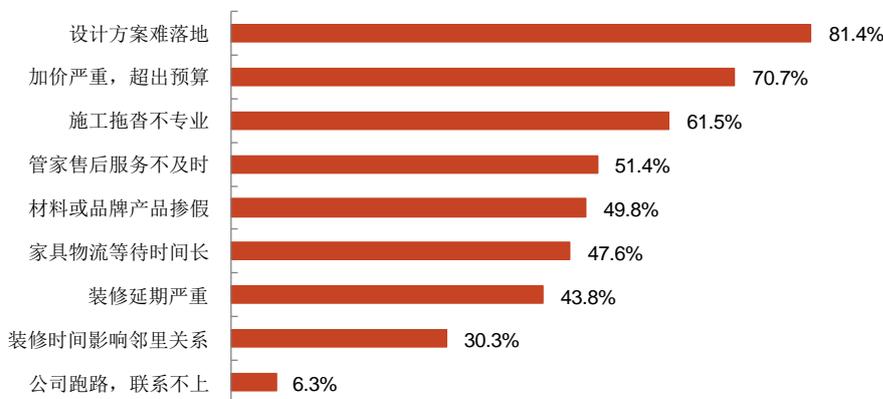
图 21: 家装家居行业交付流程复杂



资料来源:《2024 中国家居家装行业发展研究报告》树懒生活 Fine, 光大证券研究所

家装家居消费者满意度较低。由于家装家居业务存在定制化程度高、价格不透明、交付周期长、施工质量难以保证等问题，消费者满意度偏低。根据艾瑞咨询调研数据，感到非常满意的用户仅占 24.3%，同时行业 NPS 值⁴为 57.8%，客户满意度和忠诚度都有较大提升空间。而根据树懒生活 Fine 调研数据，装修中消费者遇到的问题主要聚焦在设计方案难落地、加价严重、施工拖沓、服务不及时等方面。

图 22: 装修中消费者遇到的主要问题



资料来源:《2024 中国家装消费者调研报告》树懒生活 Fine 问卷调研数据, 光大证券研究所 注: N=4170, 调研报告 24 年 7 月发布

高获客成本压缩家装企业盈利性。根据库润数据调研，除朋友家人推荐之外，包括互联网搜索、社交媒体平台广告、视频社交平台推荐等在内的线上渠道成为消费者家装家居信息主要获取渠道。同时，信息渠道碎片化、多元化使家装公司引流成本高企，21 年东易日盛、圣都家装、名雕股份销售费用率分别为 18.1%、22.3%、15.9%，对应净利率分别为 2.8%、-2.6%、3.9%，高获客成本极大压缩了家装企业的盈利空间。

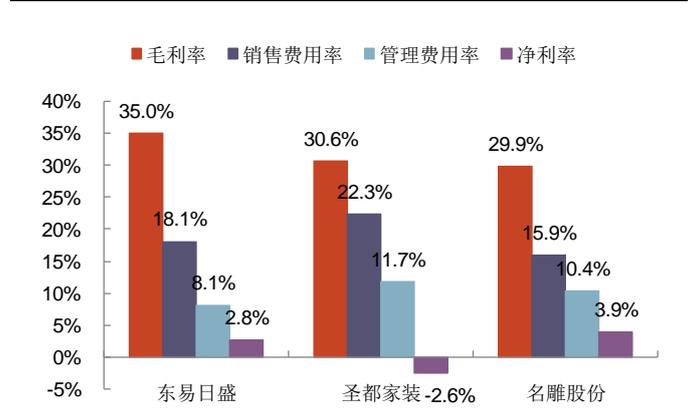
⁴ NPS (Net Promoter Score) 净推荐值，用于衡量客户忠诚度与推荐意愿。

图 23: 消费者家装家居信息获取渠道



资料来源: 库润数据, 光大证券研究所 注: 调研报告 24 年 7 月发布

图 24: 高获客成本使得家装企业销售费用率普遍较高 (2021 年)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 注: 圣都家装 22 年被贝壳收购

4、核心看点：流程再造与标准化能力

4.1 贝壳如何重塑房地产经纪行业？

4.1.1 真房源：建立“楼盘字典”，确保房源真实性

“楼盘字典”是目前中国最大、最全的住房知识库。长期以来国内房地产中介依靠发布假房源获客，导致消费者体验较差以及交易效率低下。“楼盘字典”是贝壳 08 年推出并持续维护的房产数据库，涵盖从小区、社区、楼宇到楼层及房间的一系列与房产相关的资料。“楼盘字典”使得贝壳可以快速核实平台上二手房房源的真实性，并自动导入社区地图及周边设施信息，以协助经纪人开展业务和客户决策，截至 21 年末，“楼盘字典”已涵盖 2.57 亿套房屋。

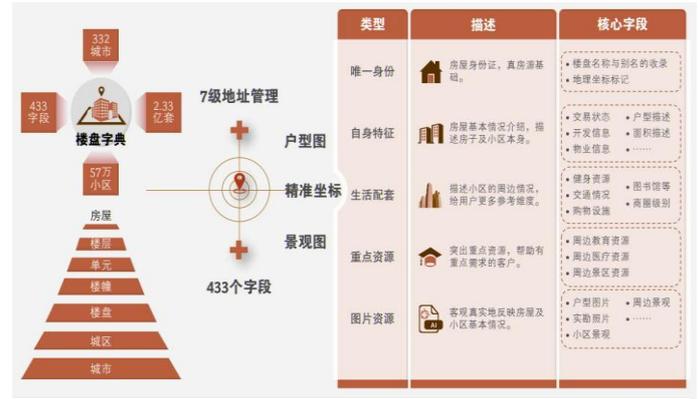
基于“楼盘字典”，贝壳全方位保障房源真实性。1) 经纪人在 SaaS 系统中发布新房源时，房源信息将根据“楼盘字典”进行核实，贝壳推出 7*24 小时全生命周期的真房源验真系统，检验信息真实性并下架失真房源；2) 相比一次性单次核实，平台采用一套自动循环验证系统对房源超过 40 项关键指标进行动态跟踪、监测和分析，全面降低虚假信息的可能性；3) 鼓励虚假房源举报和建立经纪人积分制度，一旦经纪人因虚假房源或服务质量较低使得信用积分(一般为 12 分)过低将面临被停业的处理。截至 21 年末，贝壳平台上二手房交易的真房源率达 95% 以上，而行业平均水平在 20% 以下。

图 25：“楼盘字典”覆盖房屋数量情况



资料来源：公司公告，人民网，链家等，光大证券研究所

图 26：“楼盘字典”采用 7 级门址系统确定每一套房的地理位置



资料来源：贝壳研究院，光大证券研究所

“楼盘字典”面向贝壳生态系统参与者开放，打造开放共享的数据平台。“楼盘字典”面向加盟贝壳平台的中小中介开放，加入平台的经纪人可通过 SaaS 系统浏览“楼盘字典”中与其所在城市有关的资料，也可通过移动应用程序、微信小程序及其他入口提供新的房屋信息或进行修改；“楼盘字典”同样对消费者开放，房屋所有者与消费者均可浏览房源信息。

4.1.2 ACN 网络：推动信息共享与经纪人合作

由于二手房具有大额低频交易属性，且在传统利益分配机制下，最后成交的经纪人将独享佣金收益，导致经纪人之间存在零和博弈：一种是开发房源的经纪人甲，将房源信息发布到公司内部平台上，很可能被经纪人乙抢先成交，自己则一无所获；一种是经纪人甲撮合交易到即将成交时，被经纪人乙以更低的中介费撬走客户，同样损失巨大。此时房源和客源往往被经纪人“窖藏”以确保自身利益最大化，经纪人更倾向于单独作战、形成信息孤岛。

贝壳的 ACN 网络（经纪人合作网络）重新定义了房产经纪人之间的关系，实现房源信息在经纪人之间的充分共享，并将经纪服务流程标准化、模块化，提高合作效率，实现良性竞争。其最本质的作用是通过设置透明的佣金分配方式，促进经纪人的合作与共享。

1) **经纪人责任分明**：卖房人与买房人可由一组经纪人服务，每名经纪人履行不同职责。卖方流程中包括房源发布、业主信息维护、文件记录、现场工作及钥匙保管等职务，买方流程中包括客源推荐、房屋带看、确定合约、签订合约等职务。

2) **经纪人合作协同**：ACN 网络将完整的存量房交易划分为不同环节，并允许多名经纪人在一单交易中开展合作，共享平台的房源、客源信息。即使买方经纪人的客户有意在其他地区买房，也可推荐给目标地区的经纪人，实现客户在公司内部的有效留存。

3) **经纪人佣金共享**：为卖房人履行一项职责的经纪人可按 ACN 规则订明的百分比分享一部分佣金。传统的中介商业机制下，房产经纪行业的痛点在于经纪端“零和博弈”引发的恶性竞争，ACN 网络的实施减少了经纪人之间的恶性竞争，使行业效率大幅度提升。

图 27: ACN 网络将二手房交易拆分为十个环节



资料来源: 公司招股说明书, 光大证券研究所

贝壳还基于 ACN 网络对经纪人实施全面的多因素评估体系。为了更好地管理 ACN 网络下的经纪人, 贝壳设立以下的经纪人治理机制:

1) **贝壳分:** 贝壳分用于评估经纪人的业绩以及服务质量。平台通过对经纪人属性, 如专业资格、客户投诉、客户转化率及与其他经纪人的团队合作记录等多方面因素进行评估, 系统得出贝壳分以及各项指标得分; 贝壳分较高的经纪人可获得对应奖励。消费者可在客户端查看经纪人的贝壳分, 2021 年贝壳分达到约 27 亿次观看量。

表 7: “贝壳分”体系

指标	具体内容
内力 (基础素质)	即专业性, 是客户选择和信任经纪人的基础。贝壳找房引入包括“博学考试”、专项认证在内的平台认证机制, 使得每个品牌、每个经纪人都可以在统一标准下, 进行基础素质与专业化程度的量化考核。获得的认证越多, 贝壳分就越高。
信誉 (质量评价)	基于经纪人的服务质量, 如客户评价、NPS (净推荐值) 等。
侠义 (平台合作度)	反映经纪人在平台内的合作情况, 包括团队内、店商内、品牌内的合作评价。侠义值越高, 合作度就越高。
声望 (行业影响力)	代表经纪人在行业中的影响力, 如培养人才、分享行业经验等。通过计算经纪人培养的人数、输出的人才、邀请加入平台的优秀伙伴数量等指标, 贝壳以声望指数来激励拥有正向价值观, 并乐于分享知识的人。
活力 (平台参与度)	衡量经纪人对平台工具的使用频率、活动参与度以及对客户的响应速度。活力值越高, 经纪人的工作状态就越积极。

资料来源: 中国经济网, 光大证券研究所

2) **信用分:** 信用分体系用于评估经纪人在平台上的合作及竞争行为。对于违反 ACN 规则及其他违背诚实合作及公平竞争的行为, 将扣除经纪人的信用分。根据累计扣除的信用分, 经纪人可能会被警告, 或于特定期间内被限制或禁止访问平台。

3) **贝壳币:** 贝壳币用于兑换与经纪工作相关的额外奖励。经纪人可通过多种方式赚取的贝壳币, 包括通过各种推广活动鼓励遵守 ACN 网络。经纪人可使用贝壳币购买与其经纪工作相关的工具, 以及在客户端提升其负责的房源的经纪人展示点位, 从而提高其曝光率。

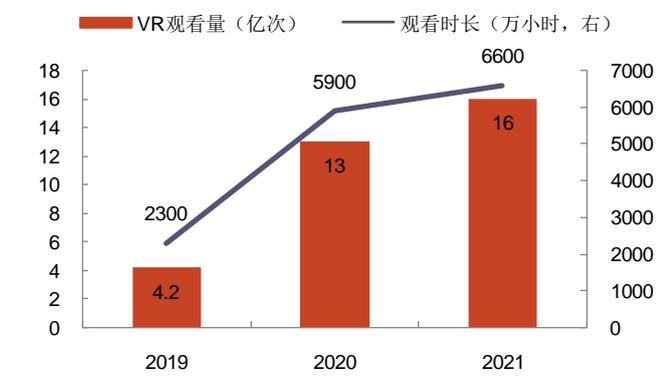
4.1.3 技术驱动：数字化转型，优化流程及用户体验

贝壳向平台参与者提供以 SaaS 系统为代表的基础设施。贝壳向平台参与者开放共享 SaaS 办公系统，为品牌和服务者们提供从房源管理、客源管理、工具管理及移动管家等一整套服务体系。通过贝壳 SaaS 系统，经纪人可以发布房源，与消费者实时互动，并管理现有的消费者；通过介绍和推荐与其他经纪人合作，浏览已分配或在共享池中的线索，并访问直观的交易流程管理。贝壳为关联经纪门店及经纪人实施 A+ SaaS 系统，为链家员工实施 Link SaaS 系统，也为家装服务者提供 Home SaaS 系统。

通过标准化流程，贝壳实施门店科学管理。1) 公司通过 CA (Customer Associate 客户成功) 体系，将贝壳的基础设施、管理方法以及 ACN 模式推广至加盟门店，并针对各个门店进行运营情况数据分析；2) 公司推出排名系统激励表现更好的经纪门店。该排名系统每月更新，门店基于经纪人的平均贝壳分、平均佣金收入及其他绩效指标以及门店合作评价等因素，被分为 A 级、B 级、C 级及 D 级。加盟门店将受到更多激励参与平台并遵循标准化交易流程，从而提高效率并促进跨门店及跨品牌合作。

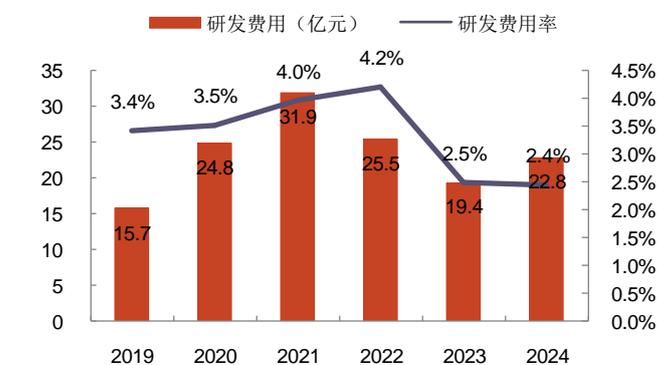
贝壳在研发方面投入大量资源，提升平台效率和客户体验。贝壳持续升级自有技术，包括增强智能辅助对话、VR 看房及 AI 助手等应用算法以及为新场景开发更多应用。VR 看房可极大提高看房效率，21 年贝壳 VR 看房的观看量达到约 16 亿次，累计观看时长超过 6600 万小时；23 年贝壳二手房交易业务中，用户 VR 看房累计超 15.15 亿次，VR 观看时长 5628 万小时。24 年贝壳研发费用达 22.8 亿元，同比+2.4%。

图 28：贝壳 VR 看房观看量及观看时长



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 29：贝壳研发费用情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.1.4 财务视角：盈利具备弹性

存量房业务：收入韧性强，高经营杠杆下盈利具弹性

如前所述，贝壳存量房收入来自直营的链家佣金收入和平台上来自贝联经纪人的平台服务、加盟服务及其他增值服务收入。二手房交易市场具有一定的周期性，而贝壳凭借快速扩张的门店及经纪人规模，以及稳中有升的佣金率，实现市占率的稳步提升。17-21 年贝壳存量房业务收入从 185 亿增长至 319 亿，年均复合增速 14.6%；22 年房地产市场调整以及新冠疫情影响下存量房业务收入同比 -24.5%；24 年贝壳存量房业务收入 282 亿，同比+0.7%，与北京链家佣金率下调、二手房交易景气度低迷有关。

图 30: 贝壳存量房业务收入



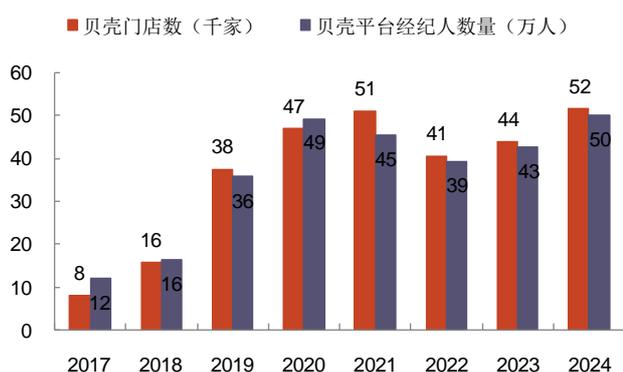
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

图 31: 贝壳存量房收入来自链家佣金及贝联经纪人



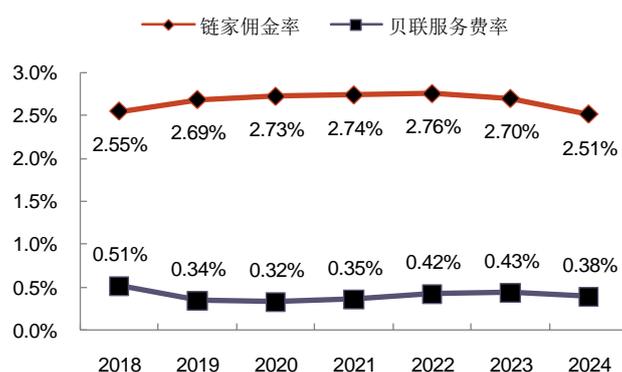
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

图 32: 贝壳平台门店及经纪人数量



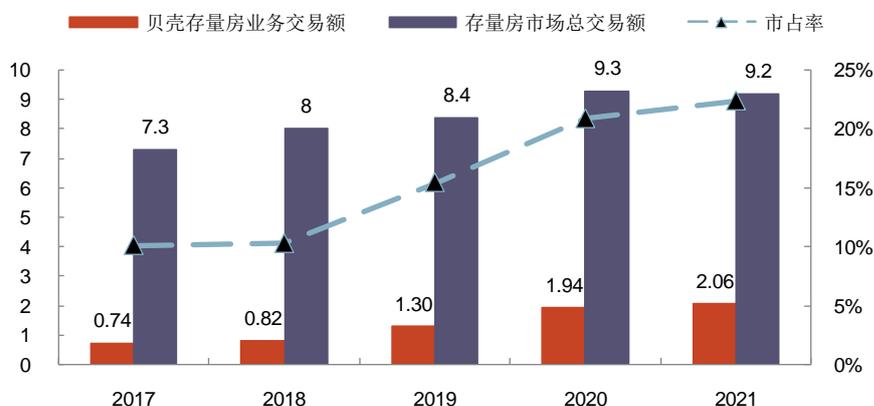
资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所

图 33: 贝壳存量房业务佣金率



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所 注: 链家佣金率=佣金收入/链家门店进行的总交易额, 其中佣金收入包括链家二手房交易佣金、贝联给链家的佣金分边以及租赁业务佣金; 贝联服务费率=平台服务、加盟服务及其他增值服务的收入/平台上贝联经纪人进行的总交易额

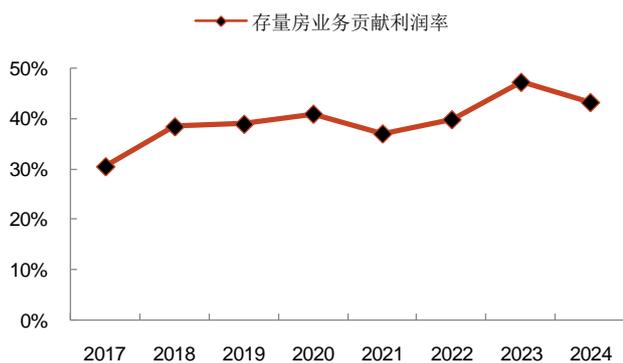
图 34: 贝壳存量房交易额及其市占率 (万亿元)



资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 光大证券研究所 注: 这里存量房交易额包括二手房交易及房屋租赁业务

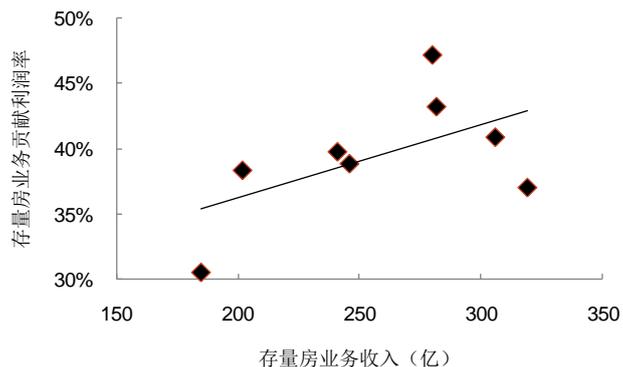
底薪制下存量房利润具备比收入更高的弹性。分佣和薪酬是存量房收入的直接成本。贝壳的无责任底薪制度使得经纪人固定薪酬成本相对刚性，并随着经纪人总数的变化而变化；但整体而言，底薪制下存量房利润伴随收入波动而波动，存量房收入增长趋缓或下滑时，由于经纪人总数及薪酬成本相对刚性，利润率相对承压，例如 21 年存量房收入同比+4%，存量房业务贡献利润率同比下滑 3.9pcts 至 37.0%，贡献利润同比-5%；相反的情况出现在 23 年，存量房收入同比+16%，贡献利润率同比提升 7.4pcts 至 47.2%，贡献利润同比+37%。

图 35：贝壳存量房业务贡献利润率



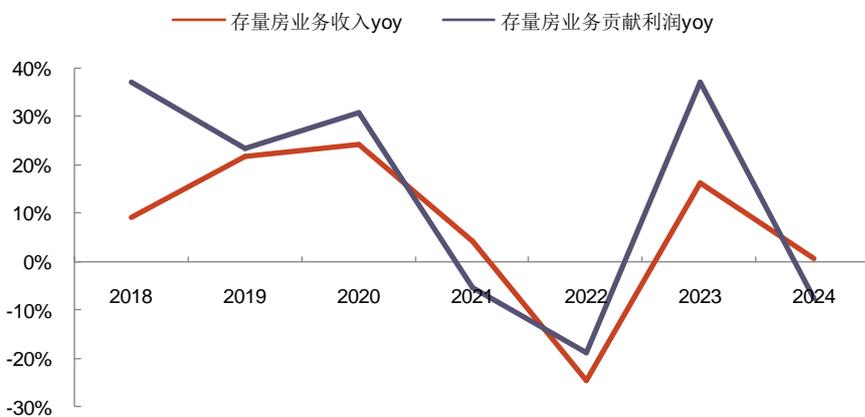
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 36：贝壳存量房业务收入与贡献利润率整体正相关



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 37：贝壳存量房利润比收入弹性更大



资料来源：公司公告，光大证券研究所

新房业务：伴随地产止跌回稳，有望重拾增长

地产开发商的销售佣金是新房业务的收入来源。除直接销售新房从地产开发商处获得佣金外，贝壳也向其他贝联品牌进行分包合作，此时销售佣金仍确认为收入，给合作经纪公司的分佣确认为营业成本。

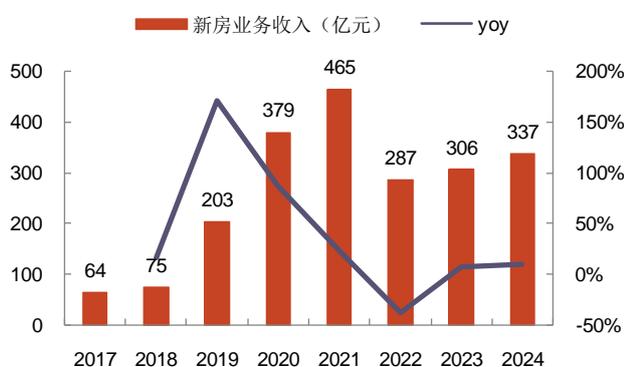
地产下行期主动控制风险，注重现金流保障。22 年新房市场需求疲软叠加地产开发商债务危机背景下，公司主动控制风险收缩新房业务，并加快回款以及推行“预付佣”模式，确保现金流安全性。公司新房交易额市占率从 21 年的 9.9% 下降到 22 年的 8.0%，收入同比下滑 38.3%。23 年疫后经济活动恢复正常，公

司主动与更多地产开发商建立战略合作伙伴关系，新房合作项目覆盖度大幅提升，全年新房业务收入同比增长 6.7%，交易额增速超行业表现，市占率回升至 9.7%。

开发商更加依赖销售渠道，新房业务佣金率稳步提升。近年来随着地产新房去化压力增大，且房客分离趋势下开发商获客难度加剧，更加依赖分销渠道。2017-2023 年，贝壳新房业务佣金率从 2.54%逐步提升至 3.05%，24 年进一步上行至 3.47%。

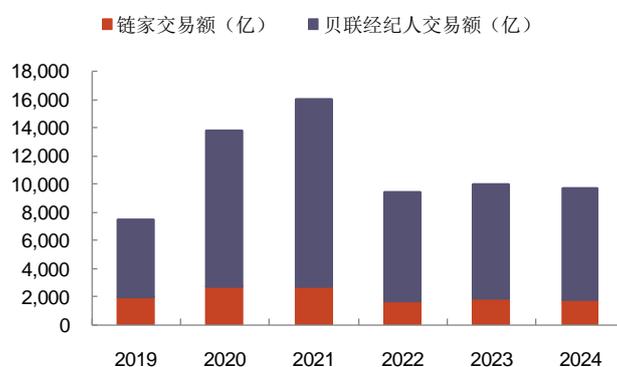
近年来贡献利润率有所回升。贝壳平台上线后，由于贝联经纪人以及其他销售渠道交易额于 19-21 年迅速提升，导致新房业务贡献利润率由 18 年的 40.5%下降至 21 年的 19.3%。22 年以来随着项目结构优化以及固定薪酬摊薄，新房业务贡献利润率回升至 23 年的 26.6%。

图 38：贝壳新房业务收入情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 39：贝壳新房业务交易额主要由贝联经纪人贡献



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 40：贝壳新房业务贡献利润率



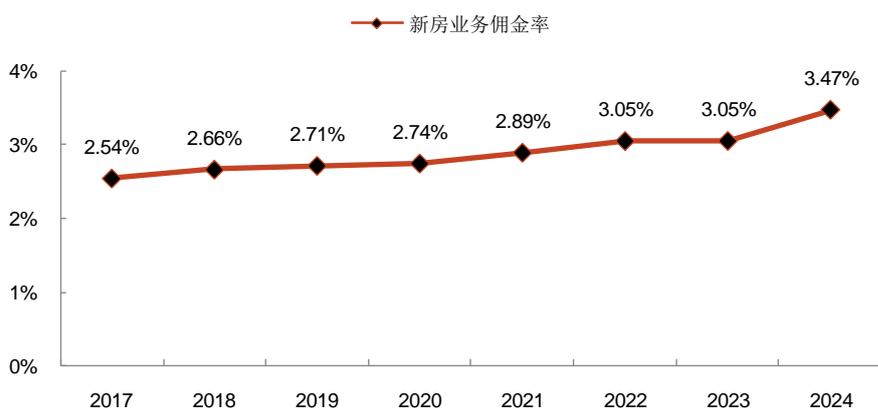
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 41：贝壳新房交易额及其市占率（万亿元）



资料来源：公司招股说明书，Wind，光大证券研究所

图 42: 贝壳新房佣金率逐步提升至 3% 以上



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

4.2 贝壳如何做好家装家居业务?

4.2.1 策略: 融合流量优势与科技能力, 打造第二曲线

贝壳 15 年起布局家装, 目前处于 1 到 100 复制阶段。15 年 7 月, 链家与万科合作成立万链家装, 初涉家装赛道; 20 年 4 月, 贝壳上线自营整装品牌“被窝”, 正式进军家装家居行业, 实现从 0 到 1 的发展; 21 年 7 月发起收购华东头部家装公司圣都家装, 并于 22 年 4 月完成收购, 进入 1 到 100 的规模化复制阶段; 21 年 11 月, 贝壳宣布“一体两翼”战略, 将家装家居业务提升至战略层面; 23 年 10 月公告收购爱空间, 而 24 年 12 月宣告终止收购。

表 8: 贝壳家装业务布局情况

时间	事件
2015 年 7 月	万科、链家合作成立万链家装。链家负责导客、万科操盘家装, 业务以开发商批量精装为主。
2017 年 10 月	成立全美家装, 推出“南鱼”家装品牌。
2020 年 4 月	整合万链和全美, 上线了自营整装品牌“被窝家装”, 正式进军家装行业。
2021 年 7 月	以 80 亿元对价收购华东区域头部家装公司圣都家装 100% 股权, 开启快速扩张。
2021 年 11 月	贝壳宣布“一体两翼”战略, 将家装家居以及租赁业务提升至战略高度。一二手房交易为第一赛道即“一体”, 家装家居和租赁业务为第二赛道即“两翼”。
2023 年 10 月	贝壳公告 15.5 亿元收购爱空间, 进一步丰富家装品牌及产品矩阵, 后 24 年 12 月宣告终止收购。

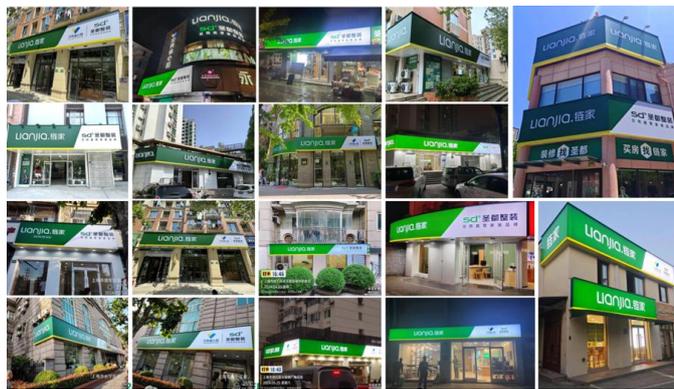
资料来源: 中国房地产报, 中国经营报, 树懒生活 Fine, 光大证券研究所

我们认为家装家居行业与房产经纪行业存在诸多相似之处。一是两者都是万亿级需求市场, 但普遍缺乏优质供给, 消费者满意度较低; 二是均为低频、大额的一次博弈, 信息不对称程度高, 行业乱象频出; 三是交易流程复杂, 交付过程涉及多个环节, 参与主体多, 服务难以标准化。家装公司本质上亦是中介。而贝壳的核心竞争力在于, 通过“标准化+数字化+全链路整合”模式, 将房产交易的流量优势与家装服务的科技能力深度融合, 构建了从设计到交付的闭环生态。

房产经纪业务引流, 降低获客成本。贝壳依托房产经纪业务庞大的线下门店规模以及经纪人网络, 建立人店模式为核心的流量获取渠道。截至 24 年末, 贝壳拥有活跃门店 5.0 万家、活跃经纪人 44.5 万人。家装家居作为紧随二手房交易的最后一环, 具备天然客流优势。贝壳成立专门的协同团队, 通过各中介门店向经

纪人推广家装业务，链家门店也更新圣都整装的门头以突出曝光；同时尝试将装修服务前置，让经纪人联系设计师陪同看房，实现房产经纪业务与家装家居高效协同。根据 21CBR 此前报道，贝壳经纪人转介绍客户签约后可获得 5% 佣金收入，获客成本远低于其他家装企业；23Q4 贝壳房产经纪业务导流贡献的合同额占比为 53%，同比提升约 14pcts。

图 43：上海链家门店更新为带有“圣都整装”的门头



资料来源：上海链家公众号，光大证券研究所

图 44：链家门店&签约中心内展示圣都品牌介绍



资料来源：上海链家公众号，光大证券研究所

数字化提升交付能力，保障交付质量。整装业务产业链冗长、参与主体多，对全案设计、供应链整合以及交付能力要求高。贝壳借鉴此前重塑房产经纪行业的成功经验，通过“标准化+数字化+全链路整合”模式，以数字化赋能整装，提升交付能力。一方面，通过迭代数字化系统来管理大规模订单，提升交付效率。例如 HomeSaaS 已迭代到 2.5 版本，打磨交付流程和规范标准，24Q3 基装工期加主材工期约为 99.5 天，而上年同期约为 109.3 天。另一方面，推进全国建设自营维修维保团队，从 23 年末 200 人提升至 24Q3 末的 500 人以上，保障交付后的客户体验。

针对家装消费者面临同样的信任问题，贝壳亦推出服务承诺，增强消费者信任。被窝整装发布“十心实意”安心服务承诺 2.0。针对消费者最关心或最容易出现的痛点，推出服务承诺。圣都整装上线“签前视频”，从工期、费用、施工安全、装修 9 不准、资金安全、外购产品，6 大维度帮助消费者规避潜在风险，降低消费者心中的不确定性，提升服务感受。

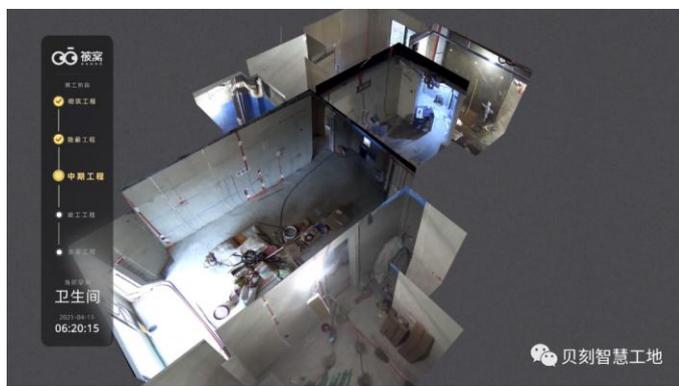
图 45: 被窝整装“十心实意”安心服务承诺升级 2.0



资料来源: 被窝整装公众号, 光大证券研究所

此外, 贝壳推出软硬件一体化的工地管理解决方案——贝刻智慧工地。客户和服务者可随时随地无死角查看施工现场, 实现工地更透明以及用户满意度提升, 最终提升业务量。根据树懒生活 Fine, 23 年贝壳在全国有 2 万多个在施工地, 摄像头覆盖率超 95%, 平均每个工地每日摄像头点亮超过 8 小时。

图 46: 贝刻智慧工地实现工期管理



资料来源: 贝刻智慧工地公众号, 光大证券研究所

图 47: 贝刻智慧工地实现施工料管理



资料来源: 贝刻智慧工地公众号, 光大证券研究所

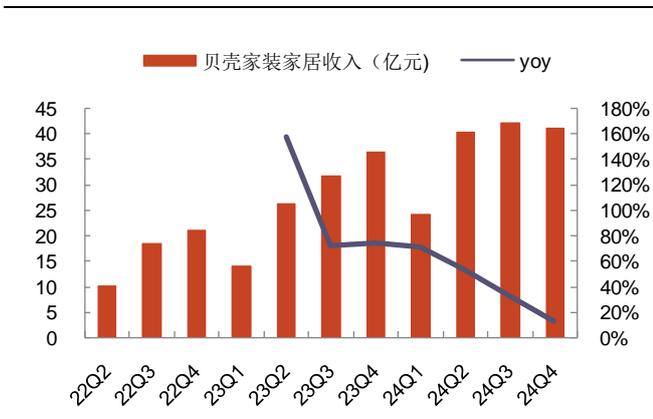
4.2.2 财务视角: 收入快速扩张, 盈利提升空间足

收入来看, 22Q2 贝壳完成对圣都家装的并购, 开启快速扩张之路。依托房地产经纪业务引流转化、新零售(定制家具、软装家具和电器等)增长以及交付能力提升, 23 年家装家居业务实现收入 109 亿元, 可比口径增长 74%, 占比贝壳整体收入达 14%, 成为贝壳第二增长曲线; 且根据涂料新视野, 贝壳家装业务 23 年市占率行业第一。24 年贝壳家装家居实现收入 148 亿元, 同比+36%, 延续较快增长。

标杆城市成功经验有望复制全国。被窝家装聚焦北京市场，21 年收入 4 亿元，交付超 3500 个项目，且树懒生活 Fine 估测 22 年被窝收入超 10 亿元。圣都整装立足华东、布局全国，多个城市成为收入过亿级市场。23 年北京、杭州的家装家居业务合同额突破 20 亿，上海全年合同额超 10 亿，另有 6 座超 5 亿级城市。利润方面，全年有 11 个城市实现运营利润为正。我们认为，伴随贝壳将北京、上海、杭州等标杆城市家装业务的成功经验复制推广，全国其他城市有望逐步起量，驱动家装家居业务增长。

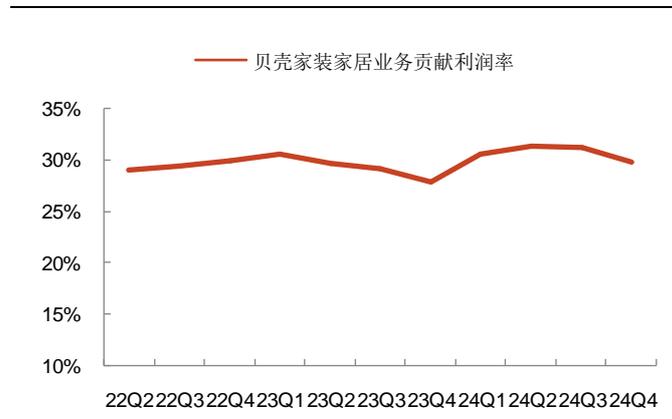
盈利方面，家装家居业务贡献利润率保持在 30%左右。我们认为未来家装家居业务盈利能力提升空间充足。一是伴随业务规模扩大后集采带来成本节约，24Q3 主辅材料用量的集采比例均达到 30%；二是毛利率较高的新零售（定制家具、软装家具和电器等）收入占比提高，拉动家装家居利润率提升。

图 48：贝壳家装家居业务收入情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 49：贝壳家装家居业务贡献利润率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4.3 贝壳的新探索：房屋租赁与住宅开发

4.3.1 房屋租赁：“省心租”为核心

随着我国经济持续发展，流动人口规模逐步扩大，住房租赁市场规模持续提升，测算 23 年市场规模达 3 万亿元。我们用流动人口×租房比例×人均租房面积×租金价格来测算住房租赁市场规模：限于数据可得性，我们假定 23 年流动人口数量仍为国家统计局 21 年公布的 3.85 亿人；假设流动人口中 60% 选择租房，并假设人均租房面积 30 平米。结合中指研究院公布 23 年 12 月 50 城住宅平均租金为 36.6 元/平米/月，测算得到 23 年国内住房租赁市场规模约 3 万亿。

2021 年底，贝壳发布“一体两翼”战略升级，“两翼”分别为整装大家居事业群与惠居事业群，后者以租房业务为核心，并于 22 年推出分散式机构托管服务贝壳“省心租”。贝壳“省心租”摒弃“做二房东吃差价”的以租金差为主要盈利来源的商业模式，并以“微利可持续”为战略导向。具体而言，在向租客收取服务费和向业主收取管理费的基础上，基于市场情况与交易数据情况，“省心租”与业主约定一定的“空置期”，根据面积、居室、周边配套等因素将空置期设置为 30-60 天不等，在此期间无需向业主支付租金。而“省心租”盈利逻辑在于通过提升出房效率，快速去化，缩短出房的实际周期，挣“空置期”内的钱。因此除了通过各类标准筛选品相最优的房源，从租后服务端让租客省心，还要兼顾价格优势，实现快速去化。在收房端，贝壳“省心租”业务遵循品质与规模并重的

原则。依托贝壳房产经纪服务的广泛基础，“省心租”通过合理的激励方案充分调动房产经纪门店经纪人的积极性，推动其向贝壳租房资管经理推荐房源。

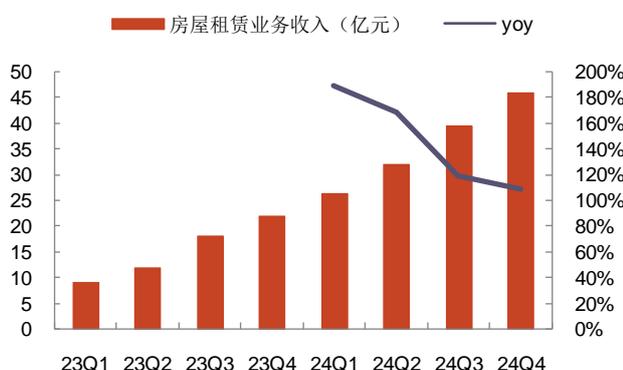
图 50: 贝壳“省心租”七大升级服务



资料来源: 贝壳找房, 搜狐, 光大证券研究所

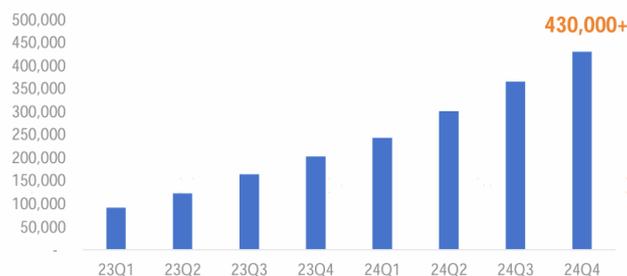
房屋租赁业务收入快速增长, 24 年“省心租”在管房源超 43 万套。“省心租”定位为稳定、可靠、省心的房源托管机构。对业主而言, “省心租”提供的专业托管服务, 能解决出租慢、租金没保障、租后不省心问题, 无论市场如何波动, 业主获得的租金收益均是稳定可预期的, 租前租后各类事务省时省力; 对租客而言, 贝壳“省心租”房源具有严格的收房、定价、服务标准, 且具备租金稳定、租期稳定、服务安心的特点, 包括整收整租无隔断、租金平价有上限、专业租后管家服务, 租务问题及时响应等, 让租客安心租住。24 年贝壳房屋租赁业务实现收入 143.3 亿元, 同增+135%; 截至 24 年末“省心租”在管房源超 43 万套, 上一年末为超 21 万套。

图 51: 贝壳房屋租赁业务收入情况



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 52: 贝壳“省心租”在管房源数量 (套)



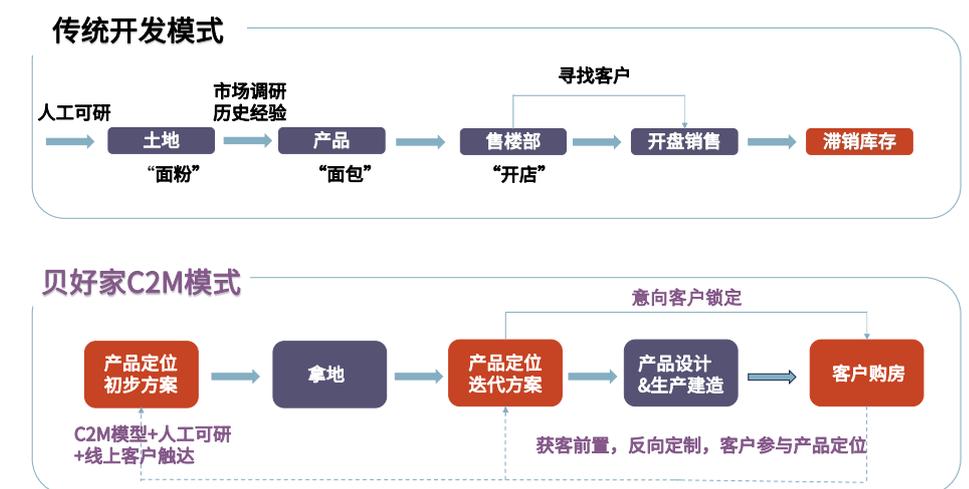
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

4.3.2 住宅开发：大数据+AI 探索 C2M 房地产开发新模式

2023年7月，贝壳宣布启动“一体三翼”战略升级，“贝好家”成为继经纪、家装和惠居之外的第四条业务线。贝好家定位数据驱动型住宅开发服务平台，宗旨是以C2M（Customer to Manufacturer 从消费者到制造者）为核心理念，“以人定房、以房定地、以房定钱”，与合作伙伴及客户共筑好产品、好服务，推动房屋供给侧升级。

具体而言，依托贝壳在数据、资金、营销等领域积累，“贝好家”为开发商、业主方、代建方等合作伙伴提供“1+2模式”的综合解决方案。其中，“1”是指产品解决方案，具体为以C2M为理念，通过大数据分析，利用AI算法洞察和挖掘客户需求，形成精准的产品定位、产品设计方案；“2”分别指灵活多样的资金服务、线上线下一体化的营销服务。目前，“贝好家”的“1+2模式”已在西安、北京、杭州等城市落地。2025年，“贝好家”重点在北京、上海、广州、成都、西安、杭州、南京、武汉等十余个城市开展业务，持续以C2M理念推动构建“以人定房、以房定地”的房地产开发新模式。

图 53：“贝好家”C2M 模式与传统开发模式对比



资料来源：贝好家公众号，光大证券研究所

5、盈利预测

5.1 关键假设及盈利预测

新房经纪业务：

1) 全国住宅商品房交易额：24年9月中共中央政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量”，政策支持力度持续加大，包括四个取消、四个降低、两个增加的“组合拳”⁵以及税收政策优化等在内相关政策陆续落地，推动市场止跌回稳。24年9月以来住宅商品房销售逐月改善，最终24年全年全国住宅商品房交易额达8.5万亿元，同比-17.6%。考虑到短期内地产开发商债务危机仍在持续，居民收入预期尚未明显改善，以及商品房库存处于较高位，我们预计25年全国住宅商品房交易额同比下滑7.3%至7.9万亿元。随着超常规逆周期调节的加强，财政政策更加积极和货币政策适度宽松，地产支持政策下开发商的信用危机有望缓释，居民收入预期亦或改善，住宅商品房销售额下滑将收窄，我们预计26-27年全国住宅商品房交易额为7.4/7.2万亿，分别同比-5.8%/-2.6%。

2) 贝壳新房业务交易额市占率：考虑到贝壳更加注重新房业务回款安全性，主动减少与民营房企的合作，增加与央企国企开发商的合作项目，我们预计25年贝壳新房交易额市占率提升至13.1%。未来伴随新房销售的渠道渗透率持续提升，贝壳凭借规模优势和网络效应有望获得更多优质房企青睐，预计26、27年市占率分别为14.7%、16.3%。

3) 贝壳新房业务佣金率：伴随新房去化难度提升、房企去库需求强烈，代销渠道议价能力逐步提升，我们预计25年贝壳新房业务佣金率提升至3.5%，26年小幅提升至3.6%，后续伴随新房市场企稳，佣金率将保持稳定。

综上，我们预计25-27年贝壳新房业务收入分别为362/393/424亿元。

存量房经纪业务：

1) 全国存量房交易额：存量房交易包括二手房交易及房屋租赁。伴随存量房规模增长以及二手房换手率提升，预计25-27年二手房交易额同比+5.0%、+4.0%、+3.0%；房屋租赁方面，随着城镇化进一步发展、政策推动保障性租赁住房供给增加，预计25-27年房屋租赁交易额年均增长4%。综合下25-27年全国存量房交易额同比+4.8%、+4.0%、+3.2%。

2) 贝壳存量房业务市占率：贝壳作为地产交易服务平台绝对龙头，持续强化竞争优势、拓宽护城河，市占率将保持稳步提升，预计25-27年贝壳存量房业务市占率分别为24.5%、25.7%、26.9%。

3) 贝壳存量房业务整体费率：贝壳平台中贝联经纪人交易额贡献占比的持续提升，使得存量房业务整体费率呈现小幅下降趋势，我们预计25-27年存量房业务整体费率分别为1.24%、1.23%、1.22%。

综上，我们预计25-27年贝壳存量房业务收入分别为308亿元、333亿元、357亿元。

家装家居业务：

⁵ 四个取消，主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。四个降低，就是降低住房公积金贷款利率，降低住房贷款的首付比例，降低存量贷款利率，降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。两个增加，一是通过货币化安置等方式，新增实施100万套城中村改造和危旧房改造；二是年底前将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿元。

贝壳 22 年收购圣都整装，结合原有的被窝家装共同开拓家装市场。23 年/24 年贝壳家装家居业务实现收入 109/148 亿元，同比+115%/+36.1%。受益于二手房交易业务天然导流、产品结构优化以及交付能力持续提升，我们预计 25-27 年家装家居收入分别为 185 亿元、222 亿元、255 亿元。

房屋租赁业务：

贝壳房屋租赁业务以分散式租赁住房管理服务“省心租”模式为主。截至 24 年末，贝壳“省心租”在管房源规模超过 43 万套，23 年同期为超 21 万套。此外，集中式公寓方面，贝壳运营新青年和海盐公寓两个品牌，截至 24H1 末在管房源超 1.4 万套。随着“省心租”与集中式公寓在管房源持续扩充，我们预计 25-27 年房屋租赁业务收入分别为 241 亿元、319 亿元、410 亿元。

新兴业务及其他：

主要包括金融服务及其他新拓展业务。随着房屋交易业务增长，金融服务业务也将稳健增长，我们预计 25-27 年该业务收入分别为 25.2 亿元、25.5 亿元、25.8 元。

表 9：贝壳盈利预测（收入，亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	777.8	934.6	1,120.1	1,291.6	1,471.3
yoy	28.2%	20.2%	19.8%	15.3%	13.9%
存量房业务收入	279.5	282.0	308.0	333.1	356.8
yoy	15.9%	0.9%	9.2%	8.2%	7.1%
GTV	20,280	22,465	24,743	40,813	43,860
yoy	28.6%	10.8%	10.1%	9.1%	8.1%
新房业务收入	305.8	336.5	361.5	393.0	424.3
yoy	6.7%	10.1%	7.4%	8.7%	8.0%
GTV	10,030	9,700	10,329	10,916	11,787
yoy	6.6%	-3.3%	6.5%	5.7%	8.0%
家装家居收入	108.5	147.7	184.6	221.5	254.8
yoy	115.0%	36.1%	25.0%	20.0%	15.0%
房屋租赁收入	-	143.3	240.7	318.5	409.6
yoy	-	-	67.9%	32.3%	28.6%
新兴业务及其他收入	23.0	25.0	25.2	25.5	25.8
yoy	-19.4%	8.8%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

毛利率和 OPEX 费率方面，基于以下主要假设：

1) 毛利率：贡献利润率方面，①存量房业务：24 年存量房业务贡献利润率同比下降 4.0pcts 至 43.2%，主要系加强经纪人激励机制、提升经纪人福利所致。我们预计 25-27 年存量房业务贡献利润稳定在 43.0%这一水平。②新房业务：24 年新房业务贡献利润率同比下行 1.8pcts 至 24.8%，其中 24Q4 为 25.6%，较前三季度提升 1.4pcts。24 年 9 月地产“止跌回稳”政策组合背景下，我们认为新房业务贡献利润率未来将延续 24Q4 提升态势，预计 25-27 年分别为 26.0%、26.5%、27.0%。③家装家居业务：24 年家装家居业务贡献利润率同比提升 1.7pcts 至 30.7%。未来随着规模化集采降本、定制家居及软装贡献增加，预计 25-27 年贡献利润率为 31.7%、32.2%、32.7%。④我们假设 25-27 年房屋租赁

业务、新兴业务及其他贡献利润率分别稳定在 5%、86%。此外，降本提效以及规模效应下店效有望持续提升，门店成本不断优化，预计 25-27 年门店成本占比总营收比例分别为 2.6%、2.3%、2.0%。此外，假设其他成本占比总营收比例稳定在 2.2%。因此 25-27 年公司毛利率分别为 23.7%、23.2%、22.6%。

2) 销售费用率：24 年贝壳销售费用率为 8.3%，同比-0.2pcts，主要系收入摊薄效应。我们预计将稳步下行，25-27 年分别为 7.8%、7.7%、7.6%。

3) 管理费用率：24 年贝壳管理费率为 9.6%，同比-1.0pcts。贝壳拥有线上化平台运作能力及良好的线下管理体系，管理费率有望下行，预计 25-27 年分别为 8.9%、8.4%、8.1%。

4) 研发费用率：贝壳线上平台需要不断提升技术水平，而随着营收持续提升研发费率有望摊薄，预计 25-27 年分别为 2.3%、2.2%、2.2%。

表 10：贝壳盈利预测（成本及费用，亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利额	217.2	229.4	265.3	299.1	332.3
毛利率	27.9%	24.6%	23.7%	23.2%	22.6%
贡献利润率	34.0%	29.9%	28.5%	27.6%	26.8%
存量房业务	47.2%	43.2%	43.0%	43.0%	43.0%
新房业务	26.6%	24.8%	26.0%	26.5%	27.0%
家装家居业务	29.0%	30.7%	31.7%	32.2%	32.7%
房屋租赁业务	-1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
新兴业务及其他	90.5%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%
门店成本	28.7	28.5	28.8	29.1	29.4
占比总收入	3.7%	3.1%	2.6%	2.3%	2.0%
其他成本	18.8	21.4	24.6	28.4	32.4
占比总收入	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
OPEX 费用	169.2	191.8	215.3	239.2	266.6
占比总收入	21.8%	20.5%	19.2%	18.5%	18.1%
销售和市场费用	66.5	77.8	87.7	99.8	112.2
占比总收入	8.6%	8.3%	7.8%	7.7%	7.6%
一般和行政费用	82.4	89.6	99.6	108.3	119.0
占比总收入	10.6%	9.6%	8.9%	8.4%	8.1%
研发费用	19.4	22.8	26.2	29.0	33.0
占比总收入	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

综上，我们预测公司 25-27 年实现营业收入 1120/1292/1471 亿元，同比 +19.8%/+15.3%/+13.9%；实现毛利润 265/299/332 亿元，对应毛利率 23.7%/23.2%/22.6%；实现归母净利润 57.7/66.9/74.4 亿元，经调整净利润 84.8/92.0/95.5 亿元。

5.2 相对估值

贝壳的商业模式本质上是互联网平台，我们选取美团、京东集团作为可比公司；同时考虑到贝壳的实际经营业务，对于房产经纪业务，选取国内地产经纪公司我爱我家、英国最大的在线房地产门户网站 Rightmove 作为可比公司；对于家装家居业务，选取全屋家具企业索菲亚、欧派家居作为可比公司。我们预测贝壳 25 年 EPS 为 1.59 元，对应 PE 为 28 倍。贝壳估值水平高于可比公司平均，主要系 1) 贝壳作为互联网平台类公司，具有轻资产模式和网络效应，相比传统家装家居企业估值更高；2) 贝壳已成为房产经纪领域绝对龙头，相比其他互联网巨头，市场竞争格局更优，且新拓展的家装家居和房屋租赁业务市场空间大，公司模式跑通后有望再树行业标杆；3) 贝壳新进入港股通，股票流动性边际改善下估值水平有所提升。

表 11：可比公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)				市值 (亿元)
			23 年	24 年	25E	26E	23 年	24 年	25E	26E	
002572.SZ	索菲亚	15.32	1.31	1.42	1.38	1.53	12	11	11	10	148
603833.SH	欧派家居	61.98	4.98	4.27	4.61	4.96	12	15	13	12	378
9618.HK	京东集团-SW	129.60	7.61	13.43	12.08	14.30	16	9	10	8	4131
3690.HK	美团-W	129.40	2.11	5.66	7.00	8.88	56	21	17	13	7906
000560.SZ	我爱我家	3.07	-0.36	0.03	0.11	0.14	NA	102	28	22	72
RMV.L	Rightmove	7.62	0.31	0.31	0.38	0.42	25	24	20	18	59
	平均值							30	17	14	
2423.HK	贝壳-W	48.20	1.62	1.12	1.59	1.85	27	40	28	24	1736

资料来源：贝壳-W 预测来源于光大证券研究所预测，美团、京东集团、索菲亚、欧派家居、我爱我家来自 Wind 一致预期，Rightmove 来自彭博一致预期 注：时间为 2025-05-26，汇率：按 1HKD=0.9201RMB 换算，Rightmove 货币单位为英镑，京东集团-SW、美团-W、贝壳-W 股价及市值单位均为港元，除 Rightmove 外其他公司 EPS 单位均为人民币。

5.3 绝对估值

关于基本假设的几点说明：

- 1、长期增长率：房产交易市场进入存量时代，贝壳作为国内最大的房产交易平台，逐步进入稳定增长阶段，故假设长期增长率为 2%；
- 2、β 值选取：采用 WIND 港股行业分类-房地产服务的行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 25%。

根据 FCFF，基于对长期增长率和 WACC 的敏感性分析，长期增长率 g 在 1%-3%，WACC 在 5.97%-7.97% 范围内时，公司合理的绝对估值范围为 64.63-116.62 港元。

表 12: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β ($\beta_{levered}$)	0.88
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	6.98%
税率	25.00%
Kd	1.88%
Ve	175111.11
Vd	288.28
目标资本结构	0.16%
WACC	6.97%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 13: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	21490.98	10.58%
第二阶段	53669.81	26.42%
第三阶段 (终值)	127970.60	63.00%
企业价值 AEV	203131.39	100.00%
加: 非经营性净资产价值	65107.81	32.05%
减: 少数股东权益 (市值)	124.18	-0.06%
减: 债务价值	288.28	-0.14%
总股本价值	267826.73	131.85%
股本 (百万股)	3621.75	
每股价值 (元)	73.95	
每股价值 (港元)	80.37	
PE (隐含, 2025 年)	46.41	
PE (动态, 2025 年)	27.84	

资料来源: 光大证券研究所预测 注: 汇率按 1HKD=0.9201RMB 换算

表 14: 敏感性分析表 (港元)

WACC	长期增长率					
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	
5.97%	86.36	91.39	97.68	105.78	116.62	
6.47%	79.40	83.28	88.04	94.00	101.67	
6.97%	73.62	76.69	80.37	84.88	90.52	
7.47%	68.77	71.22	74.13	77.61	81.88	
7.97%	64.63	66.62	68.95	71.70	75.00	

资料来源: 光大证券研究所预测 注: 汇率按 1HKD=0.9201RMB 换算

5.4 估值结论与投资评级

贝壳是国内最大的房产交易及服务平台，有望受益于地产修复，其他三翼业务渐成第二曲线。我们预测 25-27 年归母净利润为 57.7/66.9/74.4 亿元，对应 PE 为 28/24/22 倍，考虑到经纪主业稳固，家装及租赁业务高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

表 15：贝壳盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	77,777	93,457	112,006	129,164	147,125
营业收入增长率	28.2%	20.2%	19.8%	15.3%	13.9%
归母净利润（百万元）	5,883	4,065	5,770	6,688	7,437
归母净利润增长率	-524.5%	-30.9%	42.0%	15.9%	11.2%
EPS（按最新股本摊薄，元）	1.62	1.12	1.59	1.85	2.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.2%	5.7%	7.6%	8.1%	8.2%
P/E	27	40	28	24	22
P/B	2.2	2.3	2.1	1.9	1.8
经调整净利润（百万元）	9,799	7,211	8,483	9,201	9,551
经调整净利润增长率	244.7%	-26.4%	17.6%	8.5%	3.8%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-26 注：采用港币汇率为 0.9201

5.5 股价驱动因素

- 1) 推动房地产市场止跌回稳的背景下，地产行业进一步出台刺激政策；
- 2) 地产销售数据连续改善；
- 3) 圣都整装主导的家装家居业务推进超预期；
- 4) “省心租”在管房源规模加速提升。

6、风险分析

佣金率下调风险

二手房交易佣金率可能由于区域竞争加剧、政策引导鼓励等原因下调，直接影响公司业绩。

房地产市场复苏不及预期

若新房市场及二手房市场复苏不及预期，公司经营可能面临持续压力。

新业务拓展不及预期

若家装家居、房屋租赁服务为主的新业务拓展不及预期，或导致公司增长乏力。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,777	93,457	112,006	129,164	147,125
营业成本	56,059	70,513	85,474	99,250	113,895
折旧和摊销	1,402	1,012	981	1,037	1,108
税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	6,654	7,783	8,768	9,982	11,223
管理费用	10,173	11,244	12,580	13,732	15,200
财务费用	-1,263	-1,260	-949	-1,263	-1,584
资产减值损失	133	161	57	241	252
公允价值变动损益	78	313	50	50	50
投资收益	9	10	10	10	10
营业利润	6,015	5,339	6,136	7,281	8,199
利润总额	7,884	6,870	7,702	8,926	9,925
所得税	1,994	2,792	1,925	2,231	2,481
少数股东损益	6	13	6	7	7
归属母公司净利润	5,883	4,065	5,770	6,688	7,437
EPS(按最新股本摊薄, 元)	1.62	1.12	1.59	1.85	2.05
Non-GAAP 净利润	9,799	7,211	8,483	9,201	9,551

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,158	9,447	11,271	9,620	10,477
净利润	5,883	4,065	5,770	6,688	7,437
折旧摊销	1,402	1,012	981	1,037	1,108
净营运资金增加	1,295	-463	1,465	666	722
其他	2,577	4,833	3,054	1,229	1,210
投资活动产生现金流	-3,977	-9,378	-968	-1,067	-1,793
净资本支出	-520	-892	-950	-950	-950
长期投资变化	-5,645	-219	-5	-5	-5
其他资产变化	2,188	-8,267	-13	-112	-838
融资活动现金流	-7,218	-5,795	511	2,167	2,493
股本变化	0	0	-949	0	0
债务净变化	-329	-2	-288	0	0
其他长期负债变化	-6,890	-5,792	1,749	2,167	2,493
净现金流	263	-5,556	10,815	10,720	11,177

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	27.92%	24.55%	23.69%	23.16%	22.59%
税前净利润率	10.14%	7.35%	6.88%	6.91%	6.75%
归母净利润率	7.56%	4.35%	5.15%	5.18%	5.05%
ROA	4.89%	3.06%	3.96%	4.20%	4.28%
ROE (摊薄)	8.16%	5.70%	7.59%	8.08%	8.24%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	40.00%	46.34%	47.82%	47.94%	48.00%
流动比率	1.76	1.45	1.51	1.58	1.63
速动比率	1.76	1.42	1.47	1.54	1.60

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	120,332	133,149	145,936	159,205	173,731
流动资产	69,754	76,603	90,309	103,437	117,150
现金及短期投资	25,857	20,301	31,116	41,837	53,014
有价证券及短期投资	34,258	41,318	42,318	42,318	42,318
应收账款	3,176	5,498	5,706	6,580	7,495
存货	304	1,610	1,951	2,266	2,600
其它流动资产	6,158	7,876	9,217	10,437	11,723
非流动资产	50,578	56,546	55,628	55,767	56,582
长期投资	23,571	23,790	23,795	23,800	23,805
固定资产净额	19,583	25,767	25,106	24,494	23,890
其他非流动资产	7,424	6,989	6,727	7,474	8,887
总负债	48,131	61,701	69,789	76,316	83,387
流动负债	39,524	52,744	59,904	65,574	71,747
应付账款	6,329	9,493	11,507	13,361	15,333
短期借贷	290	288	0	0	0
其它流动负债	32,905	42,963	48,397	52,213	56,414
长期负债	8,607	8,957	9,884	10,742	11,640
长期债务	0	0	0	0	0
其它	8,607	8,957	9,884	10,742	11,640
股东权益合计	72,201	71,448	76,148	82,888	90,344
股东权益	72,100	71,324	76,018	82,751	90,200
少数股东权益	101	124	130	137	144
负债及股东权益总额	120,332	133,149	145,936	159,205	173,731

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.6%	8.3%	7.8%	7.7%	7.6%
管理费用率	13.1%	12.0%	11.2%	10.6%	10.3%
财务费用率	-1.6%	-1.3%	-0.8%	-1.0%	-1.1%
所得税率	25.3%	40.6%	25.0%	25.0%	25.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股经营现金流	1.62	1.12	1.59	1.85	2.05
每股净资产	3.08	2.61	3.11	2.66	2.89
每股销售收入	19.91	19.69	20.99	22.85	24.90

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	27	40	28	24	22
PB	2.2	2.3	2.1	1.9	1.8

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP