

贝壳-W(2423.HK)

经纪为核根基深厚，三翼齐飞行以致远

推荐（首次）

股价：49.55 港元

主要数据

行业	房地产
公司网址	investors.ke.com
大股东/持股	Propitious Global/23.4%
实际控制人	创始人团队
总股本(百万股)	3602.16
流通 A 股(百万股)	0
流通 B/H 股(百万股)	3458.90
总市值（亿港元）	1784.87
流通 A 股市值(亿元)	0
每股净资产(元)	19.01
资产负债率(%)	47.21

行情走势图



证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑茜文 投资咨询资格编号
S1060520090003
ZHENGXIWEN239@pingan.com.cn



平安观点：

- 领先的线上线下一体化房产交易服务平台。贝壳 2001 年通过北京链家开始经营业务，2018 年推出线上线下一体化平台，2020 年纽交所上市，2022 年返港完成两地上市。公司确立“一体三翼”战略方向，以房产经纪为主体（含存量房交易、新房交易），同步驱动整装、惠居、贝好家三翼赛道协同发展，2024 年存量房及新房业务收入占比 66.2%、贡献利润占比 73.5%。2024 年总交易额 3.3 万亿元，净收入 934.6 亿元，创历史新高，充足现金保障股东回报。
- 房产经纪龙头地位稳固，经营持续优化。房产经纪行业格局一超多强，公司规模遥遥领先，公司“真房源”标准、ACN 网络极大解决行业服务品质不足、规模效应缺乏痛点，形成独特竞争优势。2024 年存量房交易额 2.2 万亿元创出新高，占全国二手房交易额比例升至 31%，新房交易额 9700 亿元，占全国新房交易额比例升至 11.4%。止跌回稳政策导向下楼市热度回升，其中二手房成交更具韧性，为公司规模发展提供支撑。公司存量房佣金率阶段承压、新房佣金率逐年攀升，参考成熟市场美国经纪佣金率常年保持 6% 左右，同时考虑国内大部分新房分销去化必要性仍存，后续佣金率或维持相对稳定。
- 三翼业务跃升增长新引擎，挖潜发展新空间。公司家装家居成长迅速，2024 年交易额、净收入 169 亿元、147.7 亿元，2021-2024 年 CAGR 329.7%、321.3%，成为重要业务增量。房产经纪引流、基础设施建设构筑家装家居竞争壁垒，大行业小公司格局下大有可为。房屋租赁规模跃升、能力夯实，省心租为贡献主力，其在管房源量由 2022 年 7 万套增至 2024 年 42 万套。贝好家定位数据驱动型住宅开发服务平台，以 C2M 为核心理念，提供“1+2”模式综合解决方案，探索“以人定房、以房定地、以房定钱”新开发模式；从服务提供、股权合作到自主操盘，持续进行模式验证，探索新增长点。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77777	93457	109183	124911	141470
YOY(%)	28.2	20.2	16.8	14.4	13.3
净利润(百万元)	5883	4065	5698	6583	7589
YOY(%)	524.5	-30.9	40.2	15.5	15.3
毛利率(%)	27.9	24.6	23.2	22.3	21.5
净利率(%)	7.6	4.4	5.2	5.3	5.4
ROE(%)	8.2	5.7	7.8	8.8	9.8
EPS(元)	1.63	1.13	1.58	1.83	2.11
P/E(倍)	27.8	40.2	28.7	24.8	21.5
P/B(倍)	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **投资建议：**公司作为领先的一体化房产交易服务平台，房产经纪优势明显，止跌回稳政策导向下规模发展存在支撑，家装家居快速突破，房屋租赁及贝好家能力构建、未来可期，重视股东回报，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.58 元、1.83 元、2.11 元，当前股价对应 PE 分别为 28.7 倍、24.8 倍、21.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 楼市修复低于预期风险：若购房需求释放有限，二手房景气度下滑，新房受新增优质供应不足、二手房分流影响修复缓慢，将对公司房产经纪业务交易量、收入等产生负面影响；2) 佣金费率下行风险：若房产经纪竞争加剧，行业格局恶化，可能导致二手经纪佣金率持续调整、新房分销佣金率高位回落风险；3) 三翼业务发展不及预期风险：家装家居规模发展受限、省心租盈利困难、贝好家模式验证时长超出预期风险。

正文目录

一、领先的线上线下一体化房产交易和服务平台	6
1.1 房产交易服务领先，战略聚焦一体三翼	6
1.2 收入规模趋势上行，持续保障股东回报	8
二、房产经纪：龙头地位稳固，经营优势强化	11
2.1 经纪行业发展迅速，渗透率仍具提升空间	11
2.2 贝壳龙头地位稳固，ACN+真房源构筑竞争壁垒	14
2.3 存量房交易再创新高，大店模式效用强化	17
2.4 新房市占率&佣金率齐升，应收款风险下行	20
三、三翼业务：家装家居空间广阔，租赁&贝好家潜力可期	23
3.1 家装家居规模初具，交易引流优势明显	23
3.2 房屋租赁高速扩张，贝好家探索开发新模式	26
四、盈利预测与投资建议	27
五、风险提示	30

图表目录

图表 1 贝壳发展历程 6

图表 2 贝壳平台链接各方资源、打造基础设施和标准、提供高效服务 7

图表 3 贝壳股权结构 7

图表 4 贝壳分业务总交易额占比 8

图表 5 贝壳分业务净收入占比 8

图表 6 贝壳分业务贡献利润占比 8

图表 7 贝壳历年总交易额及同比 9

图表 8 贝壳历年净收入及同比 9

图表 9 贝壳历年利润表现 9

图表 10 贝壳贡献利润率、毛利率相对稳定 10

图表 11 贝壳分业务贡献利润率 10

图表 12 贝壳运营费用率趋势下行 10

图表 13 贝壳归母及经调整归母净利率走势 10

图表 14 贝壳现金及短期投资情况 11

图表 15 2018 年来贝壳经营活动所得现金净额持续为正 11

图表 16 贝壳历年回购金额及分派现金股息 11

图表 17 国内通过经纪服务产生的房产交易总交易额 12

图表 18 国内房产交易经纪服务佣金收入 12

图表 19 国内通过经纪服务产生的房产交易渗透率 12

图表 20 国内房产交易经纪服务佣金率 12

图表 21 全国新房及二手房总交易规模 13

图表 22 2024 年全国二手房交易延续反弹 13

图表 23 2024 年全国二手房交易占比延续提升 13

图表 24 2025 年前 4 月十大城市一二手成交同比反弹 13

图表 25 美国居民购房方式 14

图表 26 美国居民售房方式 14

图表 27 美国房地产经纪平均佣金率保持 5% 以上 14

图表 28 房产经纪行业主要公司交易额对比 15

图表 29 房产经纪行业主要公司门店、经纪人数量对比 15

图表 30 ACN 网络交易流程 15

图表 31 2024 年通过贝壳平台完成的二手房交易中涉及 ACN 网络下跨门店合作比例 75% 16

图表 32 ACN 平台治理机制之贝壳分 16

图表 33 贝壳“真房源”标准 17

图表 34 贝壳二手房交易真房源逐年增长 17

图表 35 贝壳楼盘字典涵盖房源数量逐年提高 17

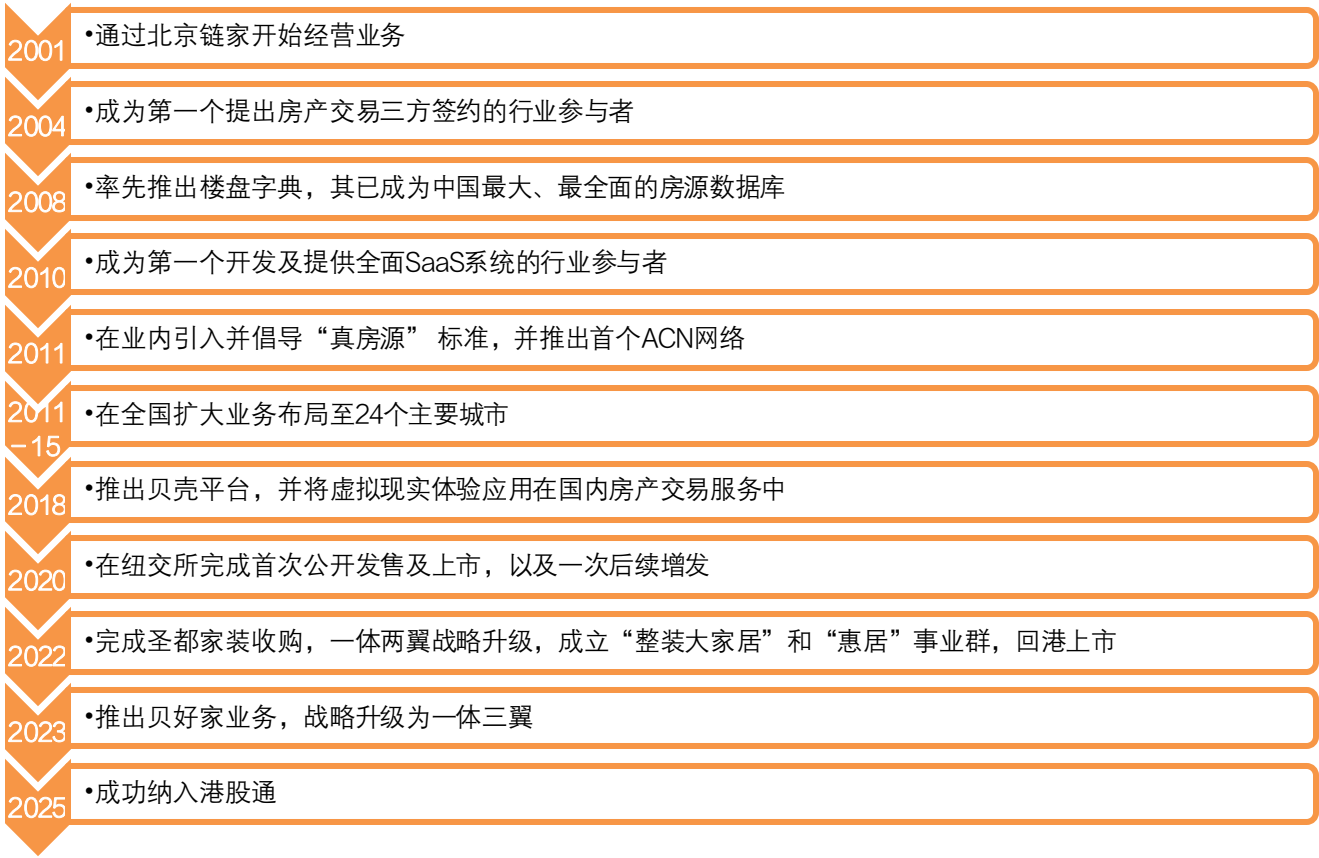
图表 36 贝壳存量房交易额趋势上行	18
图表 37 贝壳存量房交易额市占率提升	18
图表 38 贝壳存量房交易额构成	18
图表 39 链家及贝联存量房交易额情况	18
图表 40 贝壳存量房业务佣金率	19
图表 41 贝壳存量房业务净收入呈现反弹	19
图表 42 贝壳存量房业务净收入结构	19
图表 43 链家及贝联存量房收入情况	20
图表 44 贝壳存量房业务贡献利润及贡献利润率	20
图表 45 链家活跃门店数量及人店比	20
图表 46 链家店均交易额及人均交易额	20
图表 47 贝壳新房交易额及同比	21
图表 48 贝壳新房交易额市占率	21
图表 49 贝壳新房交易额构成	21
图表 50 链家及贝联新房交易额情况	21
图表 51 贝壳新房业务佣金率	22
图表 52 贝壳新房业务净收入及同比	22
图表 53 贝壳新房业务贡献利润及贡献利润率	22
图表 54 预付佣模式收入占比、央国企佣金占比	23
图表 55 新房业务应收账款周转天数趋势下行	23
图表 56 贝壳家装家居交易额及同比	23
图表 57 贝壳家装家居净收入及同比	23
图表 58 贝壳家装家居贡献利润及同比	24
图表 59 贝壳家装家居贡献利润率	24
图表 60 家装家居市场规模	24
图表 61 现有家装模式对比	24
图表 62 家装行业主要玩家	25
图表 63 家装产业链主要玩家利润率情况	25
图表 64 圣都整装十大承诺	25
图表 65 被窝家装服务流程	25
图表 66 贝壳房屋租赁服务在管房源规模	26
图表 67 贝壳房屋租赁服务净收入及贡献利润	26
图表 68 贝好家拿地及合作项目情况（单位：平米、亿元、元/平米）	26
图表 69 公司盈利预测	28
图表 70 可比公司估值	29

一、 领先的线上线下一体化房产交易和服务平台

1.1 房产交易服务领先，战略聚焦一体三翼

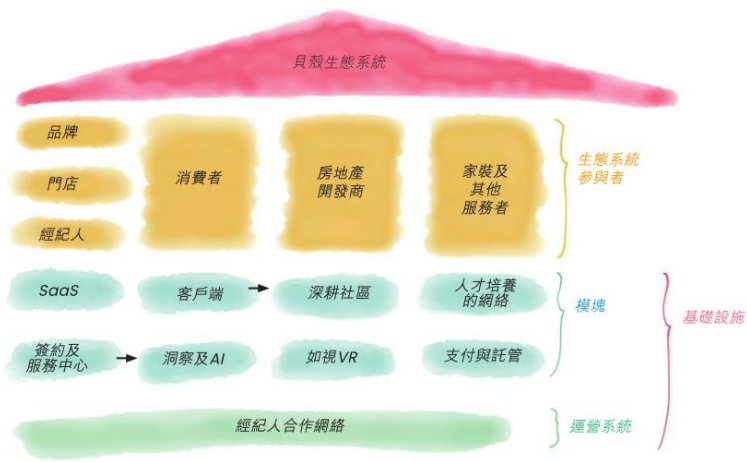
贝壳控股有限公司为国内领先的线上线下一体化房产交易和服务平台，2001 年通过北京链家开始经营业务，2004 年首个提出房产交易三方签约、以“签三方约、透明交易、不吃差价”引领行业新标准，2008 年率先推出楼盘字典、2011 年在业内引入倡导“真房源”标准并推出首个 ACN 网络，2018 年推出贝壳平台。公司 2020 年纽交所上市，2022 年回港上市，2025 年成功纳入港股通；历经多年发展，已实现全国范围扩张，涉足二手房和新房交易、家装家居、房屋租赁等多项房产交易和居住服务业务，2024 年总交易额达 3.3 万亿元。

图表1 贝壳发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，公司公众号，平安证券研究所

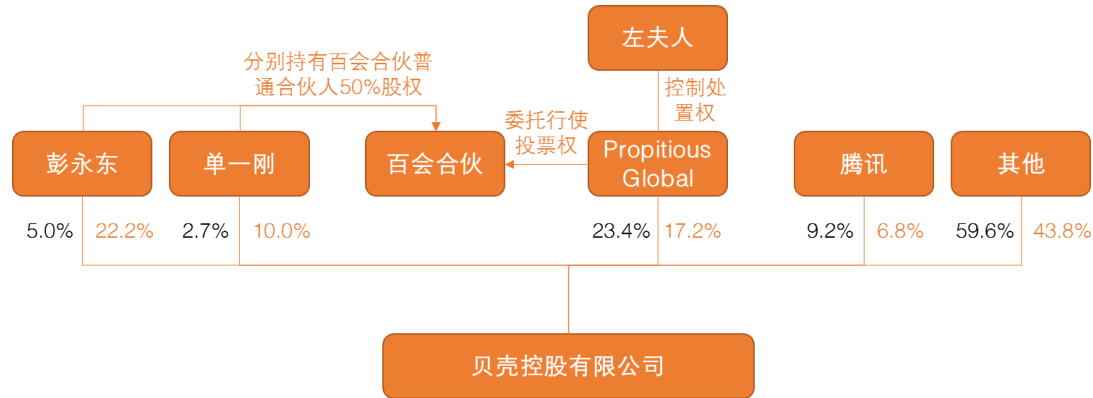
图表2 贝壳平台链接各方资源、打造基础设施和标准、提供高效服务



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司设有不同投票权架构，股份涵盖A类普通股和B类普通股，就投票表决而言，每股A类普通股赋予持有人行使一票权利、每股B类普通股赋予持有人行使十票权利，公司联合创始人、董事会主席、执行董事兼首席执行官彭永东先生、联合创始人兼执行董事单一刚先生为持有B类普通股的不同投票权受益人。公司创始人团队（由左夫人控制的左先生家族信托、彭永东先生、单一刚先生）为公司控股股东，2024年末持有股份比例31.2%、持有投票权比例49.4%。

图表3 贝壳股权结构

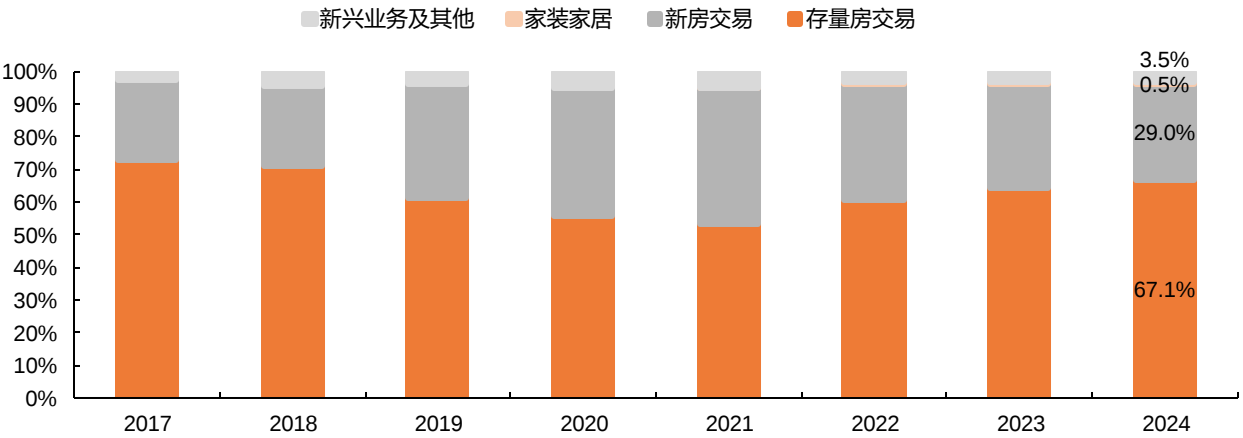


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：数据截至2024年12月31日，黑色数字为股数占比，橙色数字为投票权占比

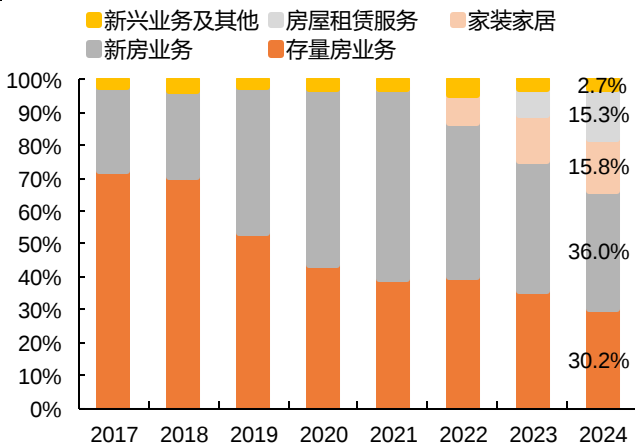
2023年7月公司战略升级为“一体三翼”，以房产经纪为主体，包含存量房交易、新房交易，同步驱动整装、惠居、贝好家三翼赛道协同发展。2024年总交易额维度，存量房交易、新房交易、家装家居、新兴业务及其他分别占比67.1%、29%、0.5%、3.5%；净收入维度，存量房业务、新房业务、家装家居、房屋租赁服务、新兴业务及其他分别占比30.2%、36%、15.8%、15.3%、2.7%；贡献利润维度，存量房业务、新房业务、家装家居、房屋租赁服务、新兴业务及其他分别占比43.6%、29.9%、16.2%、2.6%、7.7%。

图表4 贝壳分业务总交易额占比



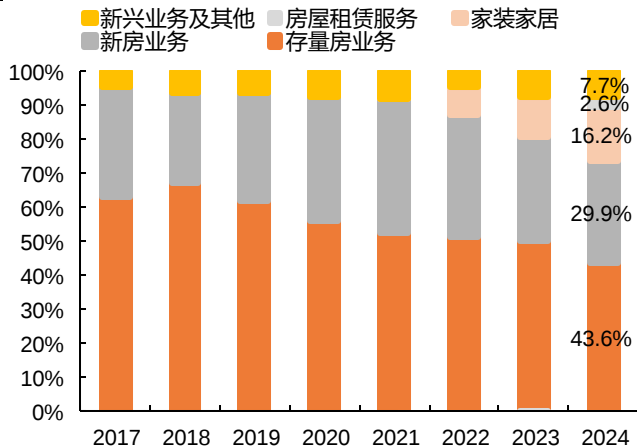
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 贝壳分业务净收入占比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 贝壳分业务贡献利润占比



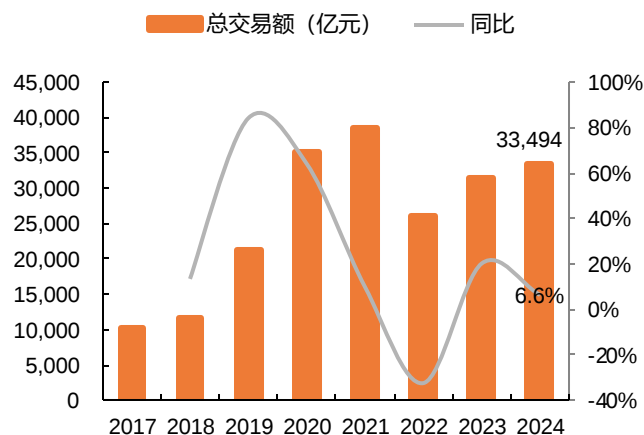
资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：贡献利润为收入减去变动成本，就存量房业务及新房业务而言，可变成本包括内部经纪人及销售专业人员直接薪酬、贝壳经纪人及其他服务销售渠道分配佣金，就家装家居业务而言，可变成本包括材料成本及雇员或承包商装修工人薪酬成本，就房屋租赁服务而言，可变成本包括根据相应租赁合同向业主支付的房屋租赁成本及销售专业人员直接薪酬；毛利润在贡献利润基础上还扣减门店成本和其他成本，下同

1.2 收入规模趋势上行，持续保障股东回报

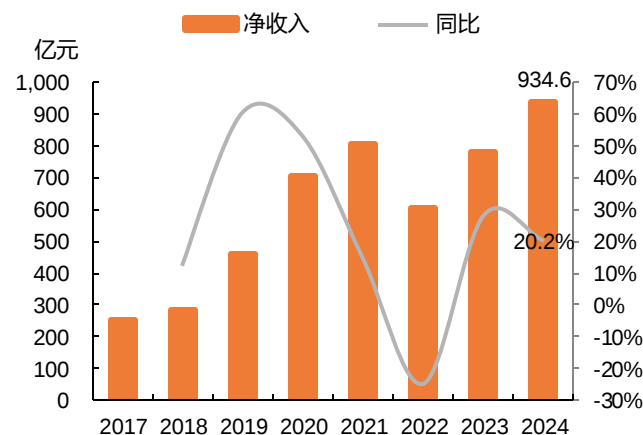
公司 2024 年总交易额 3.3 万亿元，同比增长 6.6%，净收入 934.6 亿元，同比增长 20.2%，净收入绝对规模创历史新高。2023 年实现全面盈利，2024 年归母净利润 40.6 亿元，剔除股份支付薪酬费用等后，经调整归母净利润 72 亿元。

图表7 贝壳历年总交易额及同比



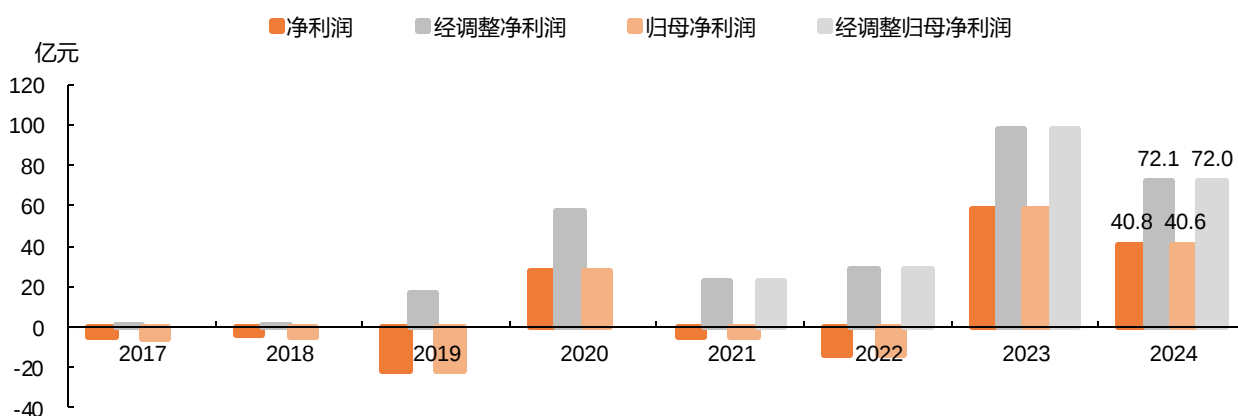
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 贝壳历年净收入及同比



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 贝壳历年利润表现



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

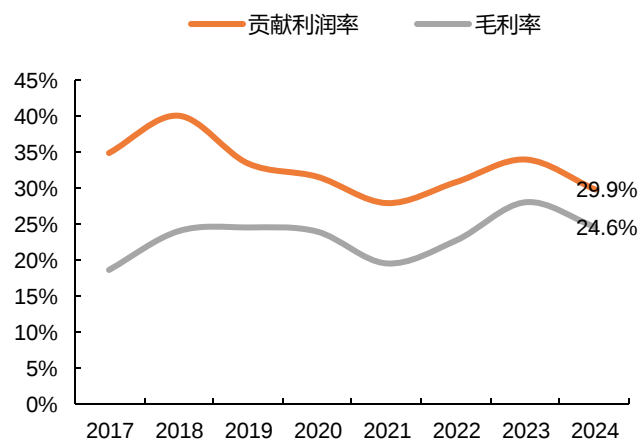
注1：经调整净利润（亏损）界定为剔除以下各项的净利润（亏损）：(i) 股份支付薪酬费用，(ii) 收购及业务合作协议产生的无形资产摊销，(iii) 长期投资、按公允价值计量的应收贷款及或有对价的公允价值变动，(iv) 商誉、无形资产及其他长期资产减值，(v) 投资减值，及(vi) 上述非通用会计准则调整的税务影响

注2：归属于贝壳控股有限公司普通股股东的经调整净利润（亏损）界定为剔除以下各项的归属于贝壳控股有限公司普通股股东的净利润（亏损）：(i) 股份支付薪酬费用，(ii) 收购及业务合作协议产生的无形资产摊销，(iii) 长期投资、按公允价值计量的应收贷款及或有对价的公允价值变动，(iv) 商誉、无形资产及其他长期资产减值，(v) 投资减值，(vi) 上述非通用会计准则调整的税务影响，及(vii) 非通用会计准则调整对归属于非控股权益股东的净利润（亏损）的影响

公司毛利率稳中有升，2024 年为 24.6%，贡献利润率 29.9%，贡献利润率较 2023 年下行主要源于链家经纪人数量增加及福利改善、贝联经纪人及其他渠道新房外部分佣比例提高。由于存量房业务针对平台上经纪公司收取平台服务费、加盟品牌收取额外加盟费，贡献利润率相对较高，2024 年存量房业务、新房业务、家装家居贡献利润率分别为 43.2%、24.8%、30.7%。

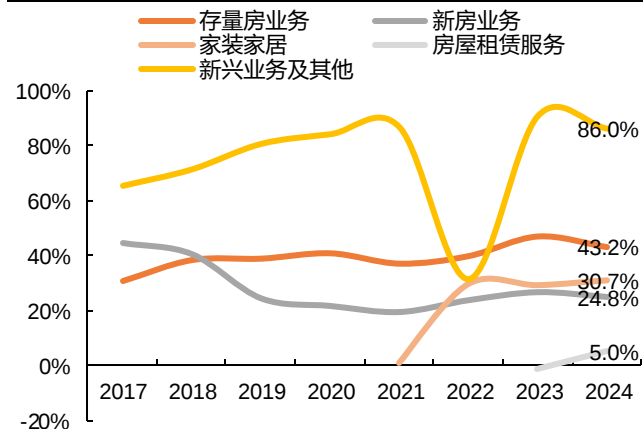
公司运营费用率逐渐优化，2024 年降至 20.4%，销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 8.3%、9.6%、2.4%。2024 年归母净利率 4.3%，经调整归母净利率 7.7%。

图表10 贝壳贡献利润率、毛利率相对稳定



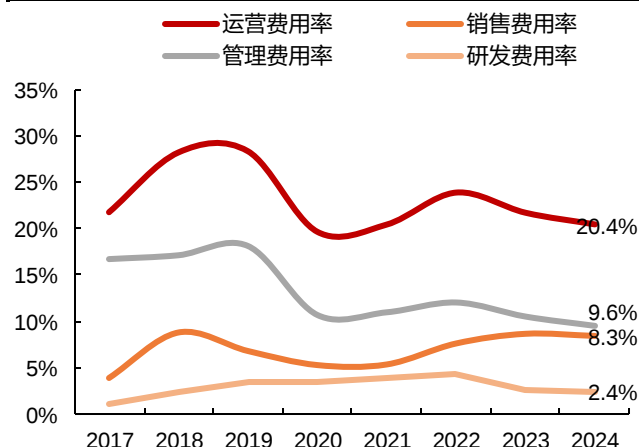
资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

图表11 贝壳分业务贡献利润率



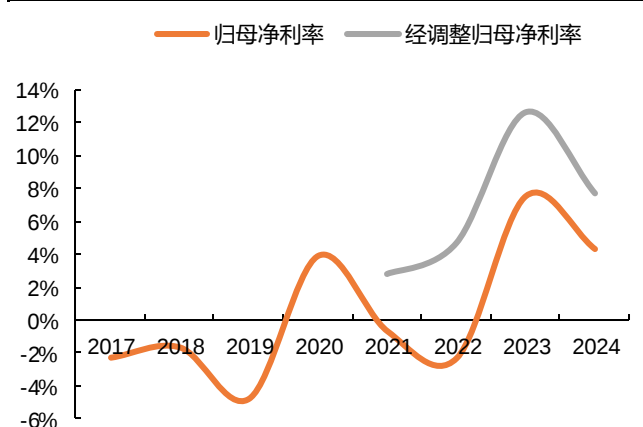
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 贝壳运营费用率趋势下行



资料来源：Wind，平安证券研究所

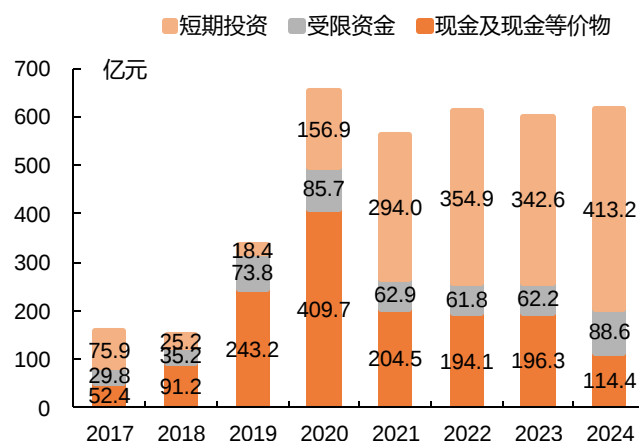
图表13 贝壳归母及经调整归母净利润率走势



资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所

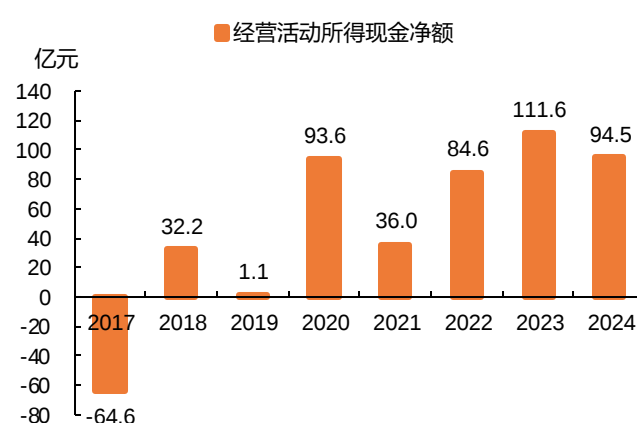
公司现金充足保障股东丰厚回报。2018年以来公司经营活动所得现金净额持续为正，2024年末现金及短期投资达616.2亿元，充足资金奠定业务开展、股东回馈基础。公司高度重视股东回报，设立30亿美元回购计划，至2025Q1末累计回购金额17.6亿美元；实施大手笔分红，2023年、2024年分别宣派现金股息6亿美元、4亿美元。以2024年初市值估算，按（2024年回购金额+2024年现金股息）/2024年初总市值计算，回购及现金分派创造股东底线回报约5.4%。

图表14 贝壳现金及短期投资情况



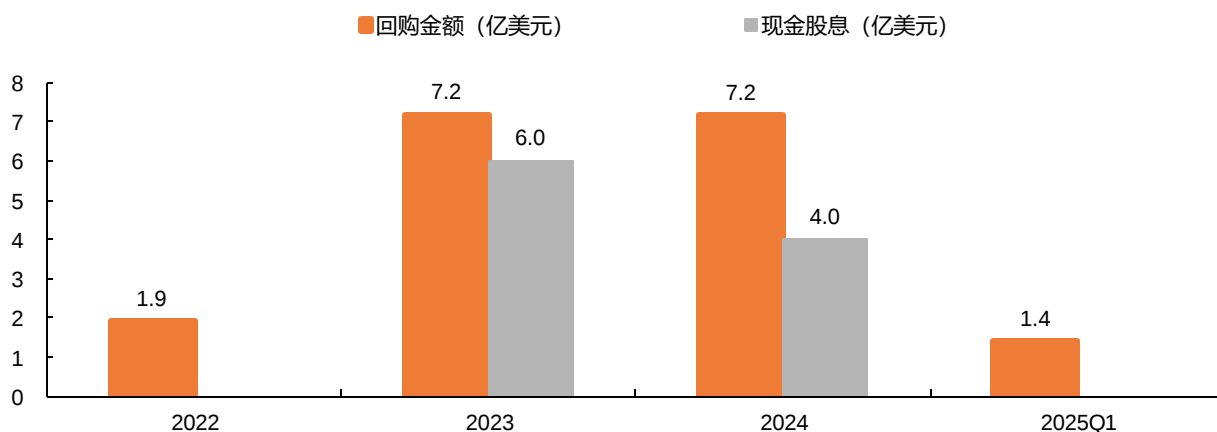
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

图表15 2018 年来贝壳经营活动所得现金净额持续为正



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 贝壳历年回购金额及分派现金股息



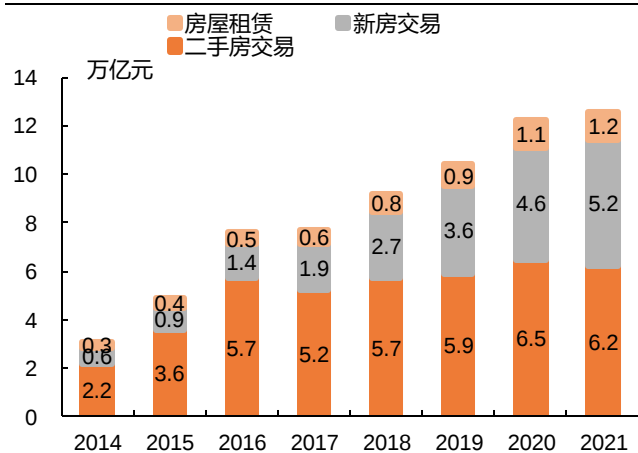
资料来源: Wind, 公司公告, 平安证券研究所

二、房产经纪：龙头地位稳固，经营优势强化

2.1 经纪行业发展迅速，渗透率仍具提升空间

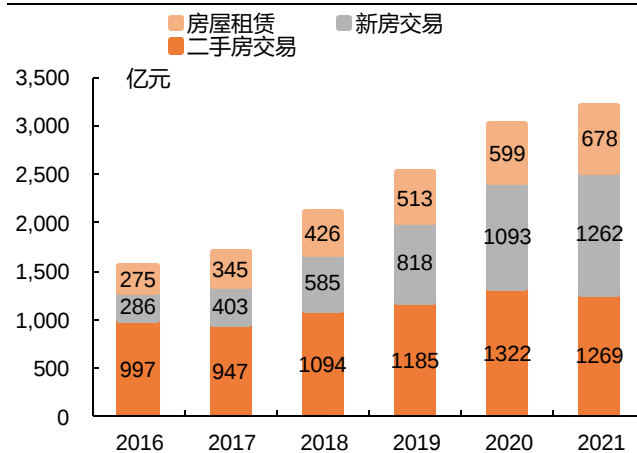
根据公司招股书披露，全国通过经纪服务产生的房产交易总额 2021 年为 12.7 万亿元，2016-2021 年 CAGR 10.8%，全国房产交易经纪服务佣金收入 2021 年为 3209 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 15.5%。

图表17 国内通过经纪服务产生的房产交易总交易额



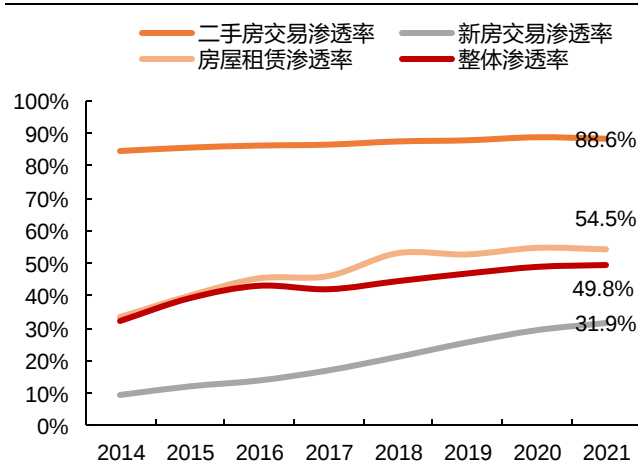
资料来源：公司招股书，平安证券研究所

图表18 国内房产交易经纪服务佣金收入



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

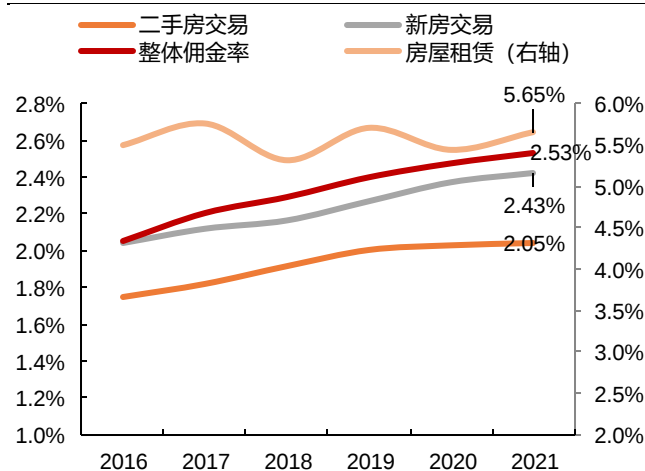
图表19 国内通过经纪服务产生的房产交易渗透率



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

注：渗透率为通过经纪服务产生的房产交易总交易额占中国房产交易总交易额百分比

图表20 国内房产交易经纪服务佣金率

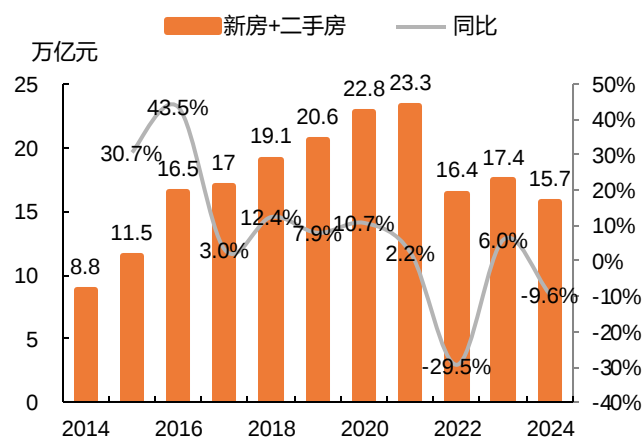


资料来源：公司招股书，平安证券研究所

对于房产经纪发展空间，经纪服务佣金收入影响因素及关系可概括为：佣金收入=房产交易额*渗透率*佣金率。

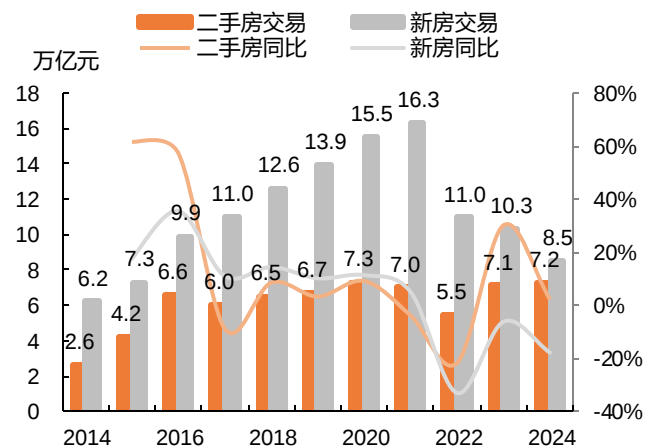
房产交易维度，全国新房及二手房总交易额在 2022 年大幅下跌后维持 16 万亿元上下，短期止跌回稳政策导向下 2024Q4 以来楼市热度回升，2025Q1 十大城市一二手合计成交套数同比增长 12.8%，修复趋势延续。其中，二手房由于定价灵活、所见即所得等特点，成交更具韧性，2024 年全国二手房交易同比增长 2%至 7.2 万亿元，占新房及二手房总交易额比例升至 46%。

图表21 全国新房及二手房总交易规模



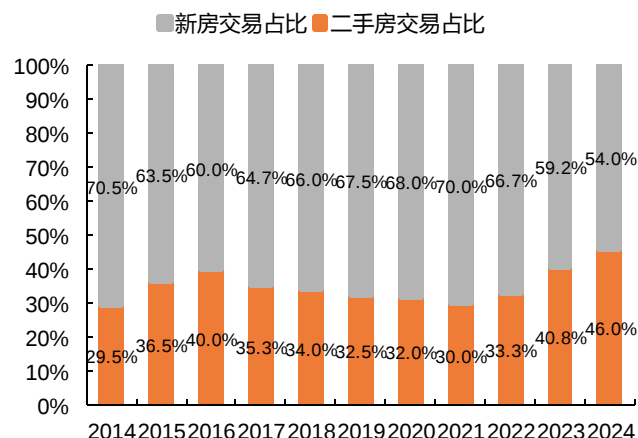
资料来源：公司招股书，贝壳研究院，国家统计局，平安证券研究所
注：新房及二手房交易规模为住宅口径

图表22 2024年全国二手房交易延续反弹



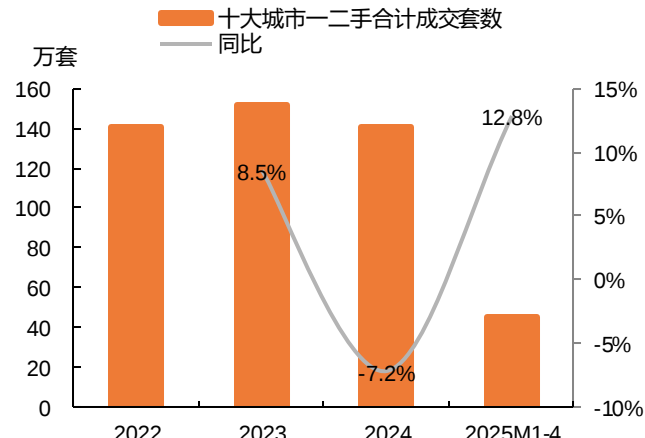
资料来源：公司招股书，贝壳研究院，国家统计局，平安证券研究所
注：新房及二手房交易规模为住宅口径

图表23 2024年全国二手房交易占比延续提升



资料来源：公司招股书，贝壳研究院，国家统计局，平安证券研究所
注：新房及二手房交易规模为住宅口径

图表24 2025年前4月十大城市一二手房成交同比反弹

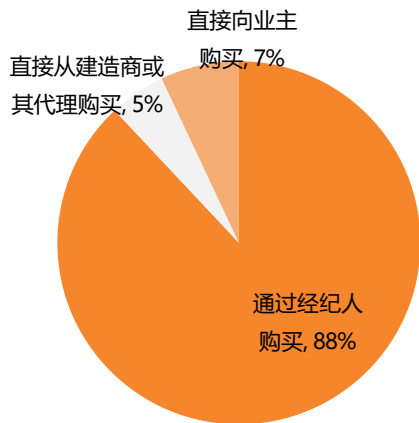


资料来源：Wind，平安证券研究所

注：十大城市为深圳、杭州、青岛、苏州、厦门、东莞、扬州、南宁、北京、成都，成都为住宅口径，其余为商品房口径

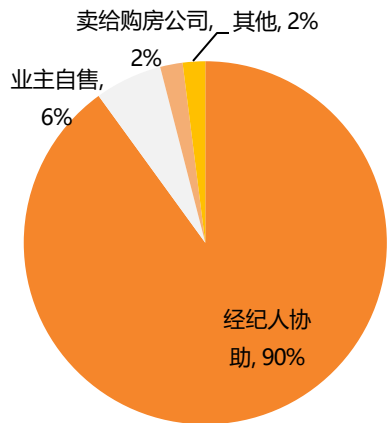
渗透率及佣金率维度，参考存量房市场美国经纪行业特点，国内经纪渗透率、佣金率仍具提升空间。根据 NAR 调查统计，2025 年美国居民通过经纪人购房占比 88%、经纪人协助卖房占比 90%，2021 年国内经纪服务整体渗透率仅 49.8%、二手房与新房渗透率分别为 88.6%、31.9%。美国经纪服务佣金率常年保持 6% 左右，20 世纪 50 年代 NAR 提出“建议佣金率”并受行业广泛采用，1950 年美国最高法院裁定其涉嫌价格操作，此后 NAR 不再披露“建议佣金率”，但行业实际佣金率仍维持 6% 上下。2022 年美国房产经纪平均佣金率 5.8%，2021 年国内经纪服务整体佣金率 2.53%，存在明显差距。

图表25 美国居民购房方式



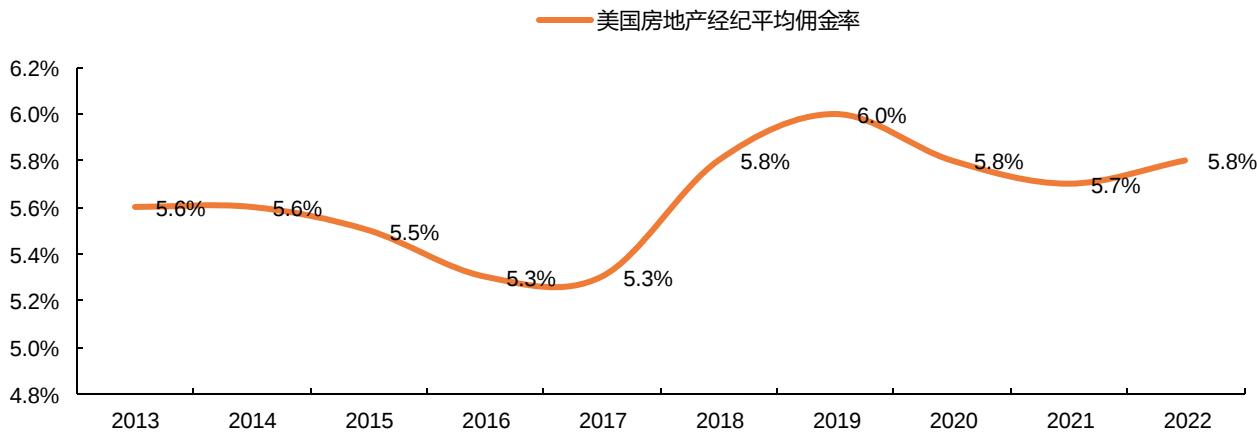
资料来源：National Association of REALTORS Research Group《2025 Home Buyers and Sellers Generational Trends Report》，平安证券研究所

图表26 美国居民售房方式



资料来源：National Association of REALTORS Research Group《2025 Home Buyers and Sellers Generational Trends Report》，平安证券研究所

图表27 美国房地产经纪平均佣金率保持 5%以上

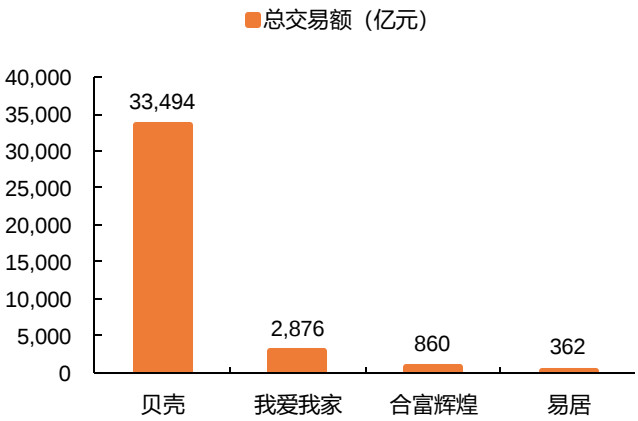


资料来源：HomeLight，平安证券研究所

2.2 贝壳龙头地位稳固，ACN+真房源构筑竞争壁垒

房产经纪行业格局一超多强，贝壳规模遥遥领先。2024 年贝壳总交易额 3.3 万亿元，存量房及新房交易额 3.2 万亿元，对比其他经纪公司断层领先，其中，我爱我家 2024 年总交易额 2876 亿元、经纪及新房业务交易额 2696 亿元，合富辉煌总房屋销售成交金额 860 亿元，易居房产代理及经纪服务交易额 362 亿元。2024 年末贝壳经纪人 50 万名、门店 5.2 万家，其中活跃经纪人 44.5 万名、活跃门店 5 万家，规模优势明显。

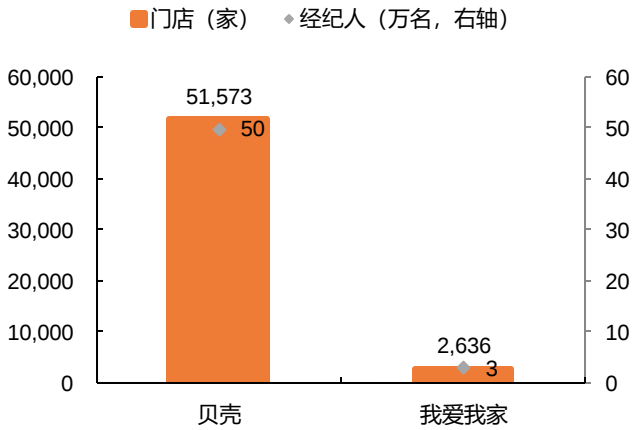
图表28 房产经纪行业主要公司交易额对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：以上为 2024 年数据

图表29 房产经纪行业主要公司门店、经纪人数量对比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：以上为 2024 年末数据；由于合富辉煌、易居未披露门店、经纪人数据，此处未将其纳入对比

我们认为贝壳推出“真房源”标准、ACN 网络极大解决行业服务品质不足、规模效应缺乏痛点，同时兼具效率提升，形成公司独特竞争优势。

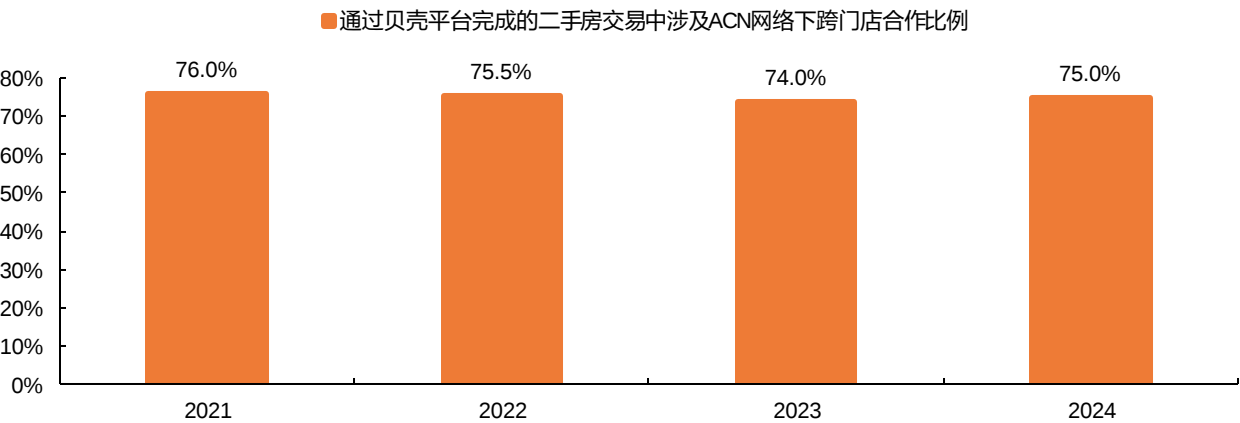
ACN 网络（经纪人合作网络）为贝壳平台基础设施核心，充当贝壳平台运营系统，通过重塑三个领域，建立透明、协作、共赢文化：1）促进服务者之间信息资源共享，打破信息孤岛；2）分派经纪人合作角色，实现跨门店和跨品牌合作；3）为经纪人、门店、品牌和其他服务者搭建专业网络，促进平台上各方参与者交互。ACN 网络将房产交易流程划分为多个环节，允许多名经纪人开展合作，通过合理佣金分配机制界定经纪人权利义务，为经纪人参与及赚取佣金分成创造更多机会，提升交易效率，提高经纪人留存率。

图表30 ACN 网络交易流程



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

图表31 2024 年通过贝壳平台完成的二手房交易中涉及 ACN 网络下跨门店合作比例 75%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

为保障 ACN 网络平稳运行，坚持高标准专业精神，公司实施详细措施激励经纪人遵循规则。一方面通过贝壳分、贝壳币、信用分等量化经纪人业绩与服务质量，鼓励经纪人更积极的合作行为；另一方面通过店主自治自发检查为主、平台监察为辅的线上线下一体化治理机制，区域共治理事会营造更好合作氛围。新房方面，促进与开发商共同承诺，避免新房销售客户信息泄露、截客等行为，提升经纪人作业安全感。

图表32 ACN 平台治理机制之贝壳分



资料来源：公司招股书，平安证券研究所

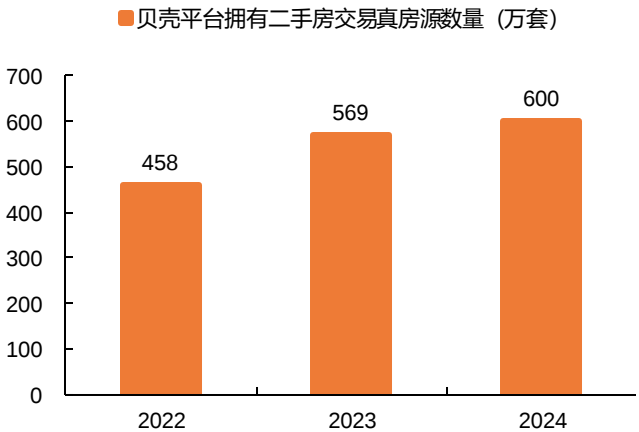
“真房源”为经纪人合作基础，促进信息透明及消费者信任，提升交易体验。公司于 2008 年推出楼盘字典，并在十多年内不断完善，楼盘字典涵盖系列房产相关资料，贝壳平台经纪人可浏览、提供新的房屋信息或进行修改。通过楼盘字典，可验证房源真实性，补充房产信息，并根据房屋信息及历史记录提供房产评估服务。截至 2024 年末公司楼盘字典涵盖 2.89 亿套房源，贝壳平台拥有约 600 万套二手房交易真房源。

图表33 贝壳“真房源”标准



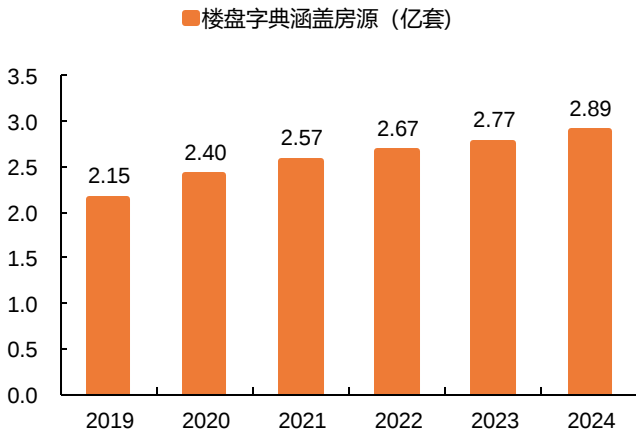
资料来源：公司招股书，平安证券研究所

图表34 贝壳二手房交易真房源逐年增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 贝壳楼盘字典涵盖房源数量逐年提高

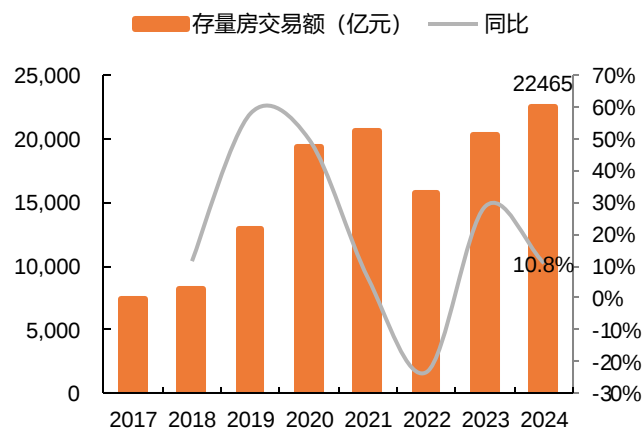


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 存量房交易再创新高，大店模式效用强化

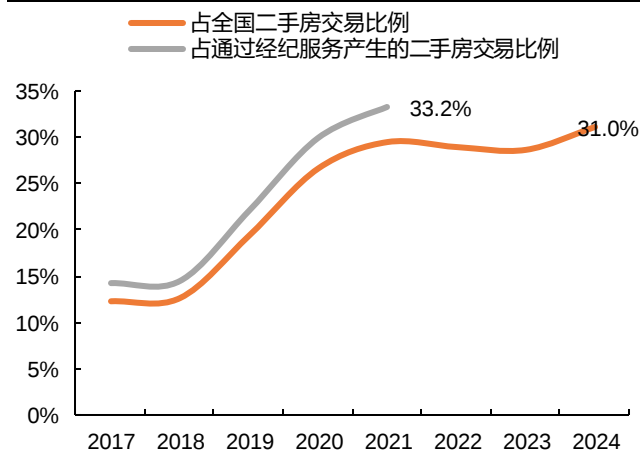
公司存量房交易额创出新高，市占率稳步提升。2024 年公司存量房交易总交易额 2.2 万亿元，同比增长 10.8%，绝对规模创 2017 年以来新高，存量房交易占全国二手房交易额比例 31%，持续提升。从交易额贡献来看，自营链家基本盘稳固，平台上贝联经纪人进行的存量房交易规模稳步增长，2024 年占总交易额比例升至 59.1%。

图表36 贝壳存量房交易额趋势上行



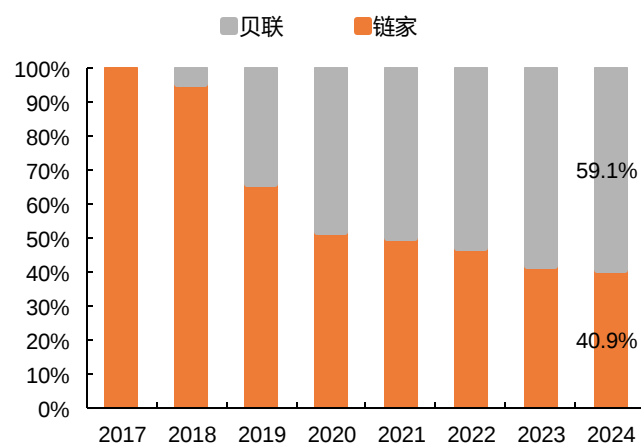
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 贝壳存量房交易额市占率提升



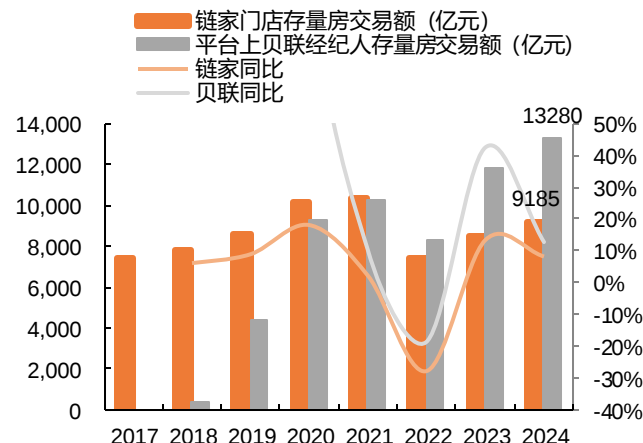
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表38 贝壳存量房交易额构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表39 链家及贝联存量房交易额情况

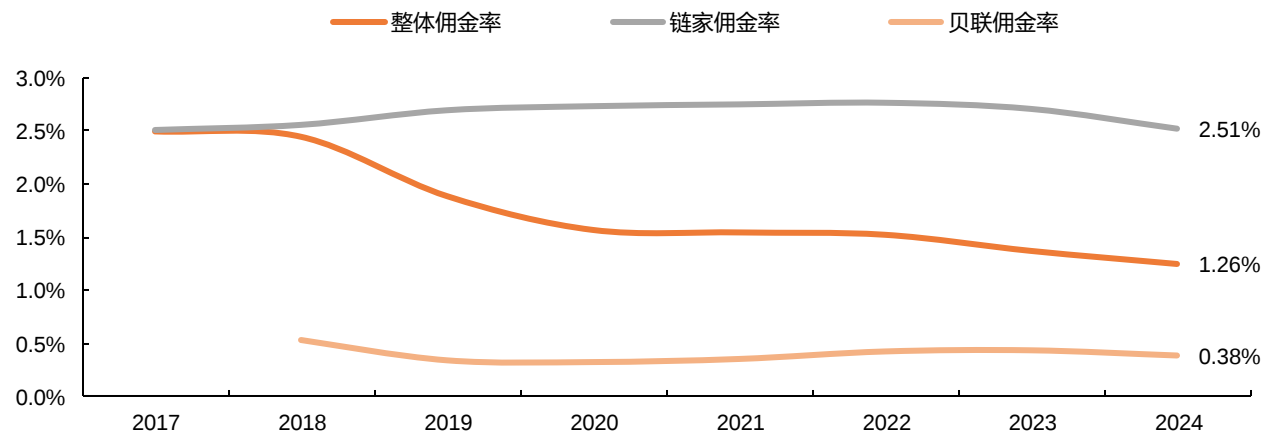


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：平台上贝联经纪人存量房交易额2019年、2020年同比分别增长1066.5%、109.9%，为便于显示其他数据将其隐去

链家佣金率阶段承压，贝联佣金率相对稳定。2024年公司存量房交易整体佣金率1.26%，链家佣金率2.51%，贝联佣金率0.38%，佣金率下行受2023年以来部分城市佣金费率政策调整影响。往后看，公司品牌优势明显，行业竞争格局优化、消费者追求服务品质下佣金费率持续下探空间预计有限。

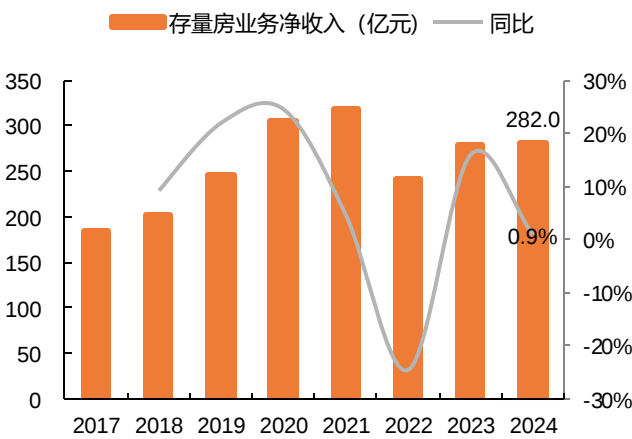
图表40 贝壳存量房业务佣金率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

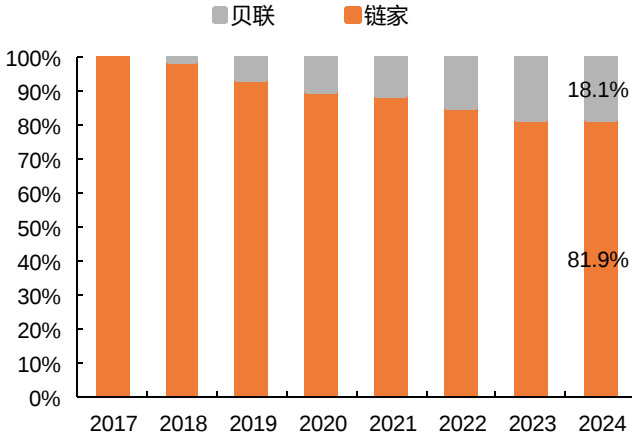
2024 年公司存量房业务净收入 282 亿元，同比增长 0.9%，增幅不及交易额主要受佣金率下行影响。2024 年贡献利润 121.8 亿元，贡献利润率小幅降至 43.2%，主要由于链家经纪人数量增加及福利改善、链家经纪人固定薪酬成本占比提高。

图表41 贝壳存量房业务净收入呈现反弹



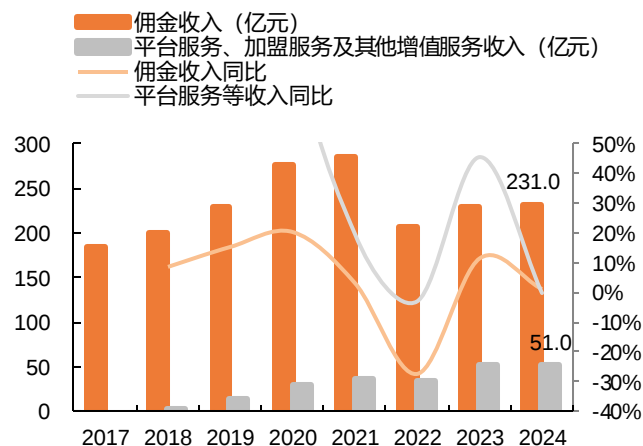
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 贝壳存量房业务净收入结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

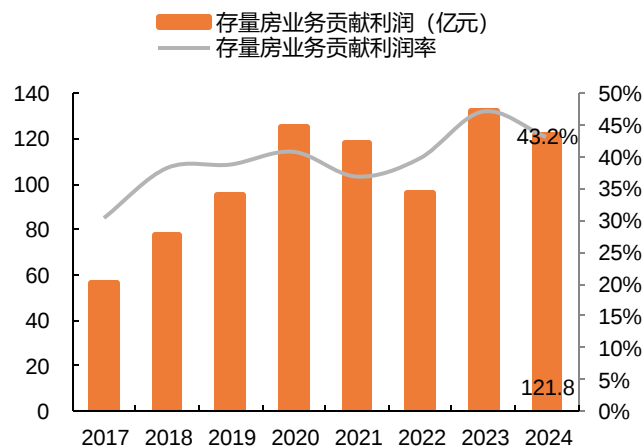
图表43 链家及贝联存量房收入情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：平台服务、加盟服务及其他增值服务收入 2019 年、2020 年同比分别增长 650%、100%，为便于显示其他数据将其隐去

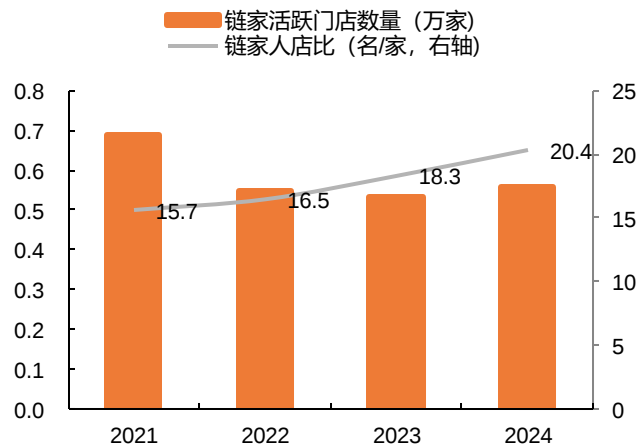
图表44 贝壳存量房业务贡献利润及贡献利润率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

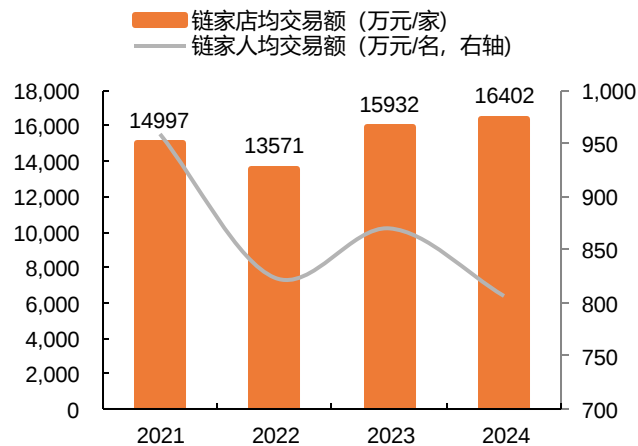
大店模式持续推进，链家门店效率提升。对于直营品牌链家，公司利用大店模式促进门店效率增长，围绕居住服务培养复合型经营管理人才，帮助平台增强对优秀门店经营人才保有。公司 2019 年 7 月启动大店模式，2020 年面向全国推广跑通，旨在通过率先发展店东群体，帮助店东轻装上阵，提升行业整体效率。2021-2024 年链家人店比逐年抬升，店均交易额趋势上行，反映运营效率优化。对比来看，2024 年链家店均人数增长至 20.4 人，为公司整体 2.3 倍，链家店均交易额 1.6 亿元，为公司整体 3.6 倍。

图表45 链家活跃门店数量及人店比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表46 链家店均交易额及人均交易额

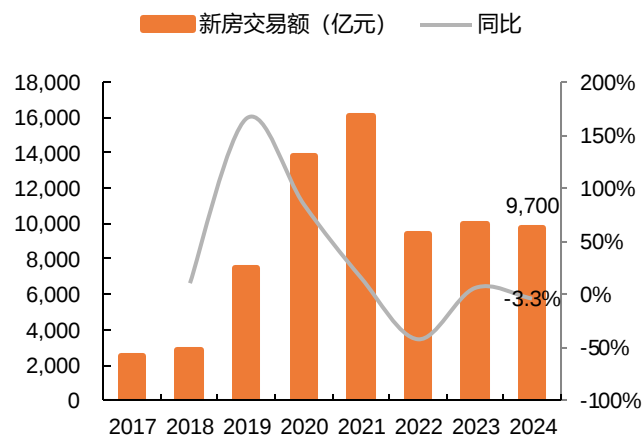


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.4 新房市占率&佣金率齐升，应收款风险下行

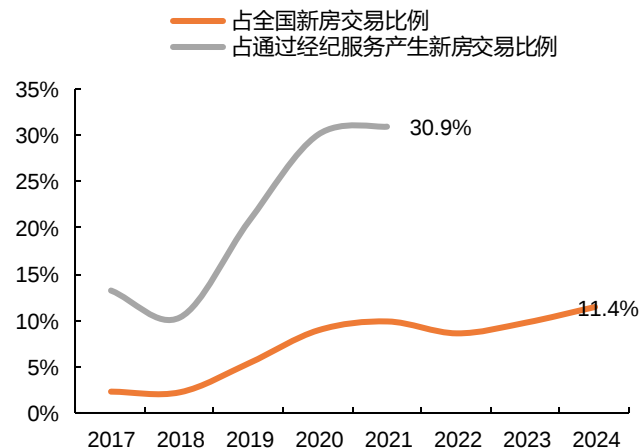
公司新房交易额相对稳定，市占率创历史新高。2024 年公司新房交易总交易额 9700 亿元，维持万亿平台附近，占全国新房交易额比例 11.4%，创 2017 年以来新高。从交易额贡献来看，近年通过贝联经纪人、新房交易专门销售团队及其他销售渠道促成的新房交易额占比 80%以上。

图表47 贝壳新房交易额及同比



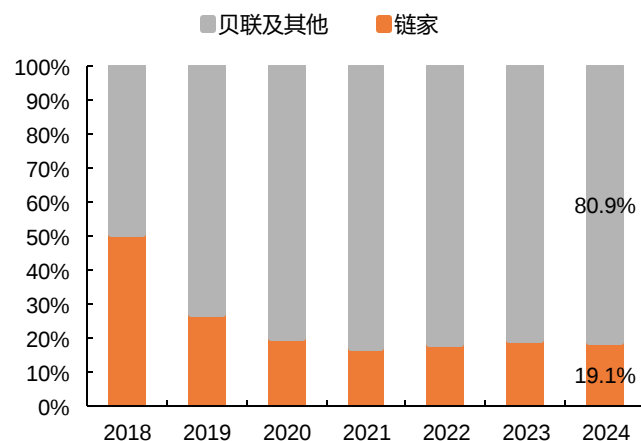
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表48 贝壳新房交易额市占率



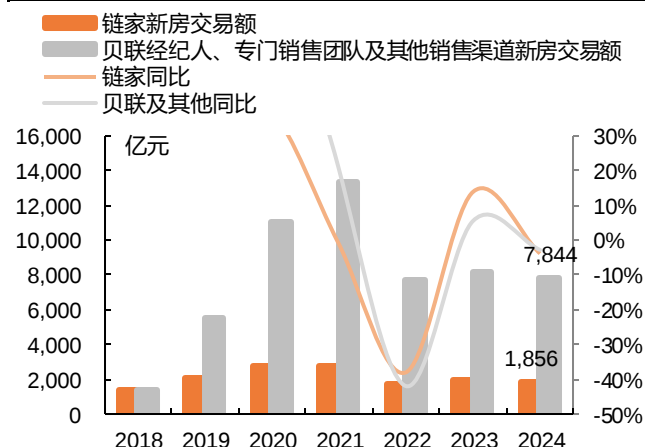
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表49 贝壳新房交易额构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表50 链家及贝联新房交易额情况

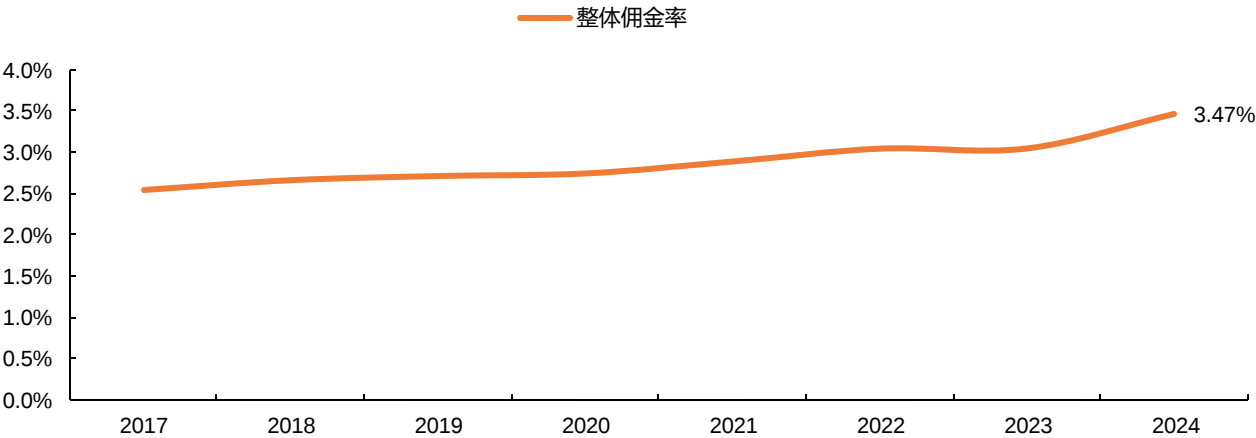


资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：贝联经纪人、专门销售团队及其他销售渠道新房交易额2019年、2020年同比分别增长294.4%、102.7%，为便于显示其他数据将其隐去

楼市波动下新房分销话语权提升，公司新房业务佣金率逐年上涨。往后看，短期新房市场尤其一二线郊区及三四线借助中介分销去化预计仍将延续，新房佣金率有望维持较高水平。

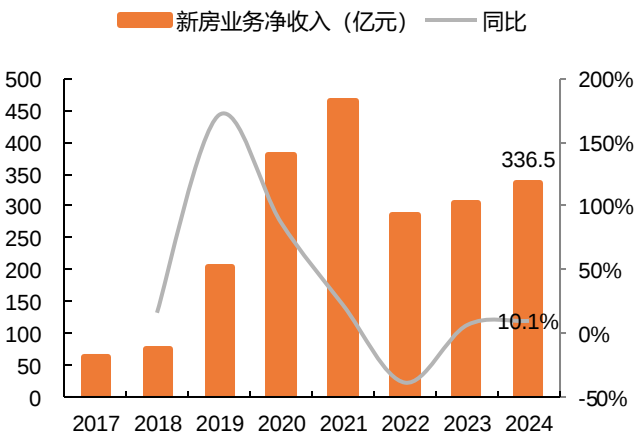
图表51 贝壳新房业务佣金率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

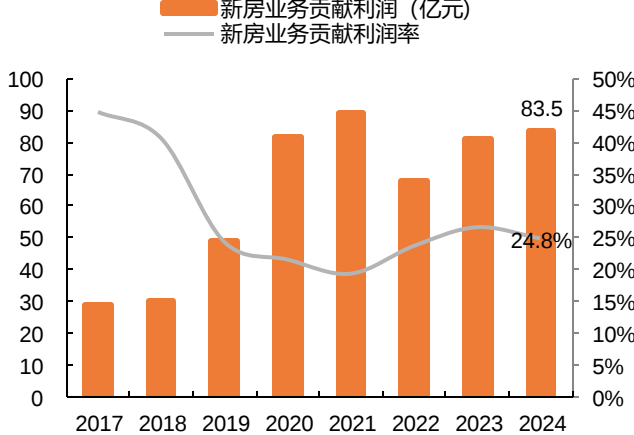
2024 年公司新房业务净收入 336.5 亿元，同比增长 10.1%，增速高于交易额主要源于佣金率提升。2024 年新房业务贡献利润 83.5 亿元，贡献利润率微降至 24.8%，主要由于贝联经纪人和其他渠道外部分佣占比提高。

图表52 贝壳新房业务净收入及同比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

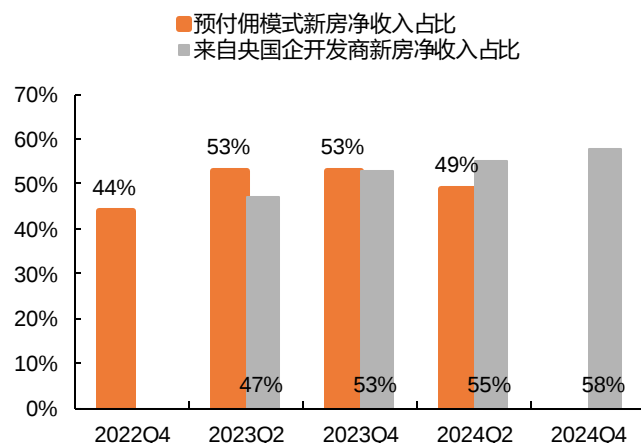
图表53 贝壳新房业务贡献利润及贡献利润率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

与央国企深度合作、推行预付佣模式缩短应收账款周转天数。公司自 2022 年推行预付佣模式，要求房地产开发商在买房人签署买卖协议并支付首付款后支付佣金，2024 年二季度预付佣模式新房净收入占比 49%。同时，公司积极优选开发商（包括央国企）开展总对总业务合作，不断提高销售项目质量及佣金回款确定性，来自国央企开发商新房业务净收入占比由 2023 年同期 53%提升到 2024 年四季度 58%。2024 年新房业务应收账款周转天数 52 天，较 2023 年缩短 3 天。

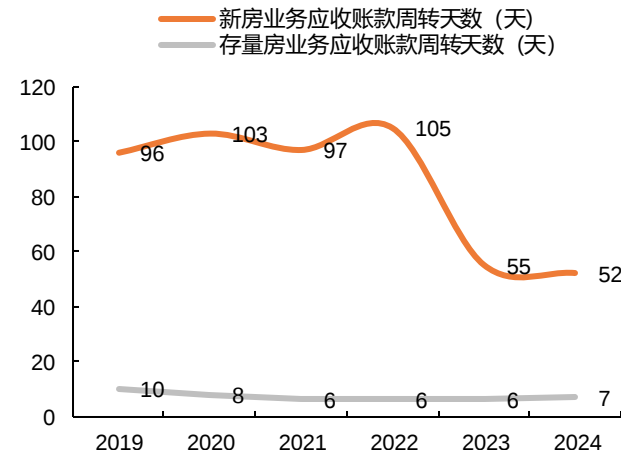
图表54 预付佣模式收入占比、央企佣金占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2024Q4 预付佣模式新房净收入占比公司未披露

图表55 新房业务应收账款周转天数趋势下行



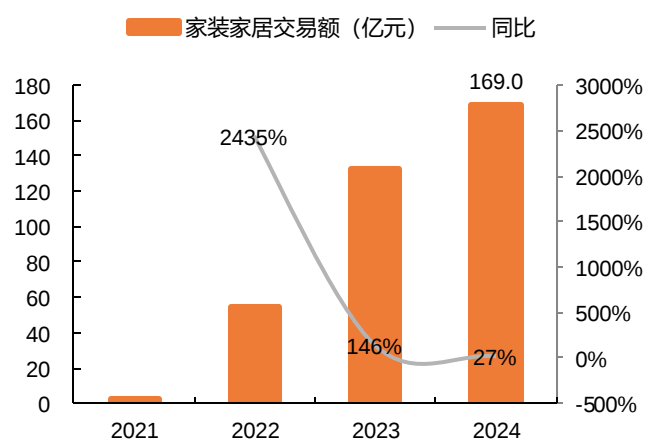
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、三翼业务：家装家居空间广阔，租赁&贝好家潜力可期

3.1 家装家居规模初具，交易引流优势明显

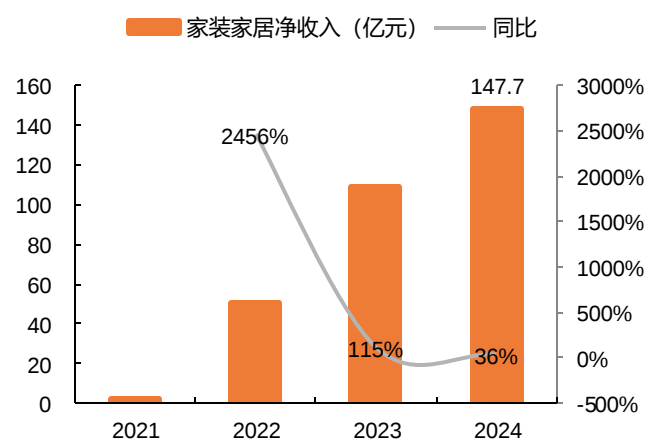
2020年4月公司正式推出家装家居服务品牌“被窝家装”，2022年4月完成圣都家装收购。通过收购知名装企成功实现区域布局，品牌影响力迅速构建。2024年公司家装家居交易额169亿元，2021-2024年CAGR 329.7%，家装家居净收入147.7亿元，2021-2024年CAGR 321.3%。

图表56 贝壳家装家居交易额及同比



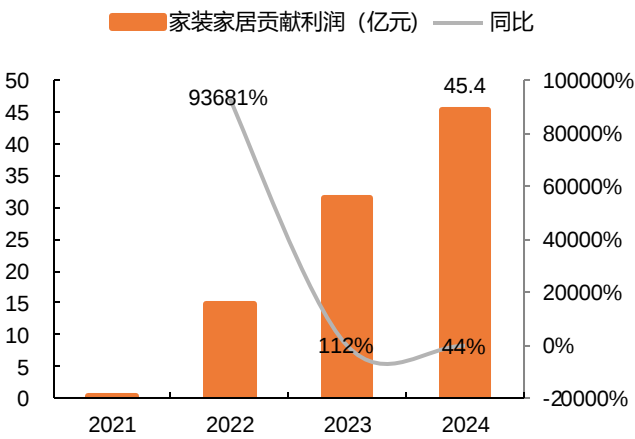
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表57 贝壳家装家居净收入及同比



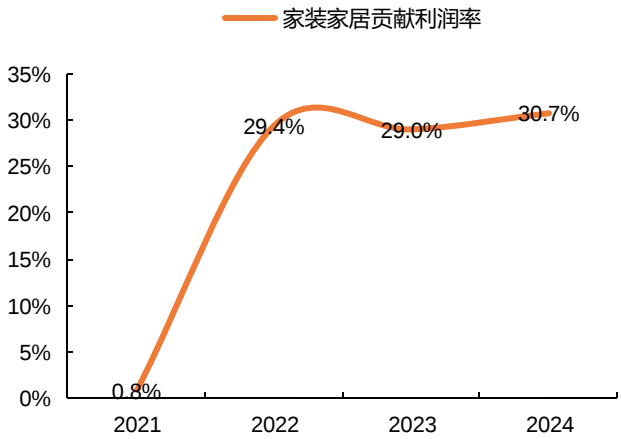
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表58 贝壳家装家居贡献利润及同比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

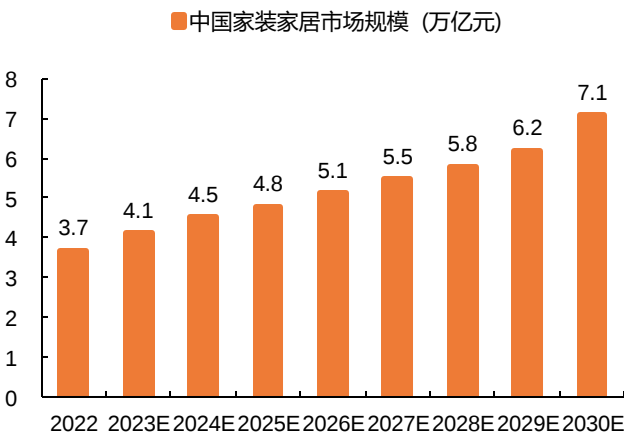
图表59 贝壳家装家居贡献利润率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

贝壳家装旨在解决行业服务品质参差不齐痛点，大行业小企业格局下大有可为。存量时代下家装消费与房产购置逻辑趋同，从满足生活所需，在追求性价比同时，向品质、体验、设计、服务乃至更深层次精神需求等附加价值发展。但当前家装行业旧有模式与服务品质矛盾仍存，家装行业品质化提升，向更高水平、更立体服务迈进存在必要。贝壳坚信用品质服务让客户满意为破局之道，致力通过整装模式为消费者提供极致服务体验。根据《2023 家装消费品质报告》中性预测，2030 年国内家装家居市场规模预计可达 7.1 万亿元，叠加分散竞争格局，贝壳家装家居长远发展具备空间。

图表60 家装家居市场规模



资料来源：贝壳研究院《2023 家装消费品质报告》，平安证券研究所

注：中国家装家居市场规模采用贝壳研究院中性预测

图表61 现有家装模式对比

内容/模式	清包	半包	全包	整装
人工	√	√	√	√
辅材	×	√	√	√
主材	×	×	√	√
软装	×	×	×	√

资料来源：艾瑞咨询《2023 年中国家装行业研究报告》，平安证券研究所

图表62 家装行业主要玩家

玩家类型	代表企业
一站式整装企业	sd [®] 圣都家装 天坛整装 TIN TAN HOME
全屋定制企业	OPPEIN 欧派 索菲亚 [®] ——全屋定制——
传统家装企业	東易日盛 YENOVA 业之峰装饰 ——更环保的高端装饰——
地产开发/物业企业	碧桂园 vanke BBKMG
家居建材卖场	居然之家 Easyhome M 红星·美凯龙 MACALLINE
房产中介公司	贝壳

资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国家居市场消费洞察报告》，平安证券研究所

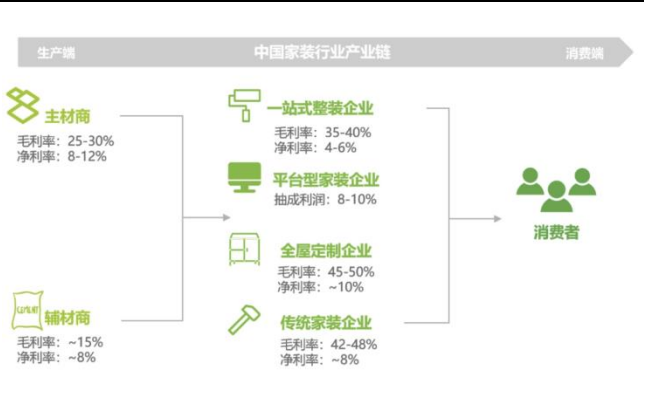
房产经纪引流、基础设施建设强化家装家居优势。一方面，公司房产经纪与家装家居业务融合，利于提升前端获客。另一方面，公司持续迭代家装家居 Home SaaS 系统，通过标准化商品管理、统一图纸规则等完善底层数据基础，实现 BIM 设计施工图自动化与自动材料下单等多项功能；持续优化交付能力，在质量、工期、安全等多维度提供品质保障，同时通过严格家装客诉管理机制，保证高质量处理解决方案。2024 年四季度基装加主材工期 94 天，较 2023 年同期显著降低。

图表64 圣都整装十大承诺

客户十怕	圣都十诺
怕低价获客，恶意增项，全是坑	诺 恶意增项可投诉至客服热线，增项部分直接免除
怕工程质量不好，品质不达标	诺 万名认证工人，施工品质有保证，承诺 20 项质量不达标砸无赦
怕甲醛超标，威胁生命	诺 公司产品治理后甲醛超标，砸掉重做，费用我们承担
怕服务不好，投诉无门	诺 客户评价决定员工收入，客户不满意设计服务费退一半
怕售后无保障，找不到人	诺 2 小时回应 48 小时达成方案
怕花冤枉钱	诺 集团集采，厂家直供，去中间化环节，性价比高，电器类产品官方比价，差价返还
怕从业人员拿回扣，私收费用	诺 拿回扣退（客户）一罚（员工）一，私收费同比例处罚，并辞退该员工
怕材料假冒伪劣	诺 假一罚十
怕装修不透明过程不可控	诺 系统报价，在线播报
怕工期遥遥无期	诺 延期一天赔付 200 元

资料来源：圣都整装小程序，平安证券研究所

图表63 家装产业链主要玩家利润率情况



资料来源：艾瑞咨询《2023 年中国家装行业研究报告》，平安证券研究所

图表65 被窝家装服务流程

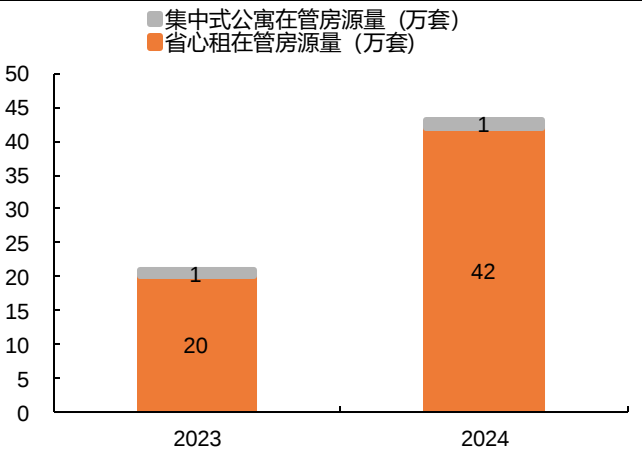


资料来源：被窝家装小程序，平安证券研究所

3.2 房屋租赁高速扩张，贝好家探索开发新模式

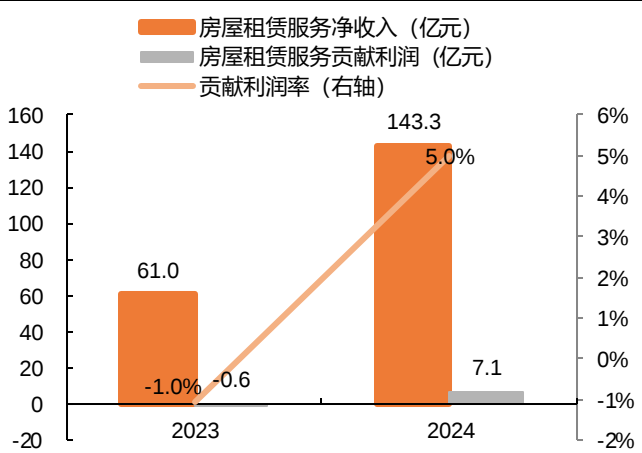
2024 年公司房屋租赁服务实现规模跃升与能力夯实，年末在管房源总规模超过 43 万套，全年净收入 143.3 亿元，贡献利润率 5%。房屋租赁服务净收入主要来自分散式租赁住房管理运营业务省心租，在省心租业务上，公司将服务链条拆解为标准化作，通过服务者分岗，以专人专岗带来服务能力和效率提升，同时在收房定价、房屋库存管理、招租去化等场景中利用智能算法系统辅助运营，在试点城市推动资产周转效率提升。2024 年省心租房源 42 万套，为在管总房源主要贡献力量。

图表66 贝壳房屋租赁服务在管房源规模



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表67 贝壳房屋租赁服务净收入及贡献利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

贝壳 2023 年 7 月成立贝好家事业线，成为“一体三翼”战略“第三翼”。贝好家定位数据驱动型住宅开发服务平台，以 C2M（Customer to Manufacturer，从消费者到制造商）为核心理念，与合作伙伴及客户共筑产品与服务，推动房屋供给侧升级。具体而言，C2M 通过大数据分析，利用 AI 算法深度洞察和挖掘客户需求，提前预测目标客户意向产品类型和价格预期，以此作为楼盘产品定位重要参考，探索“以人定房、以房定地、以房定钱”新模式。

依托贝壳集团在数据、资金、营销等领域积累，贝好家主要为业主方、开发商等合作伙伴提供“1+2”模式综合解决方案。其中，“1”代表的产品解决方案是核心，具体为以 C2M 为理念，通过大数据分析，利用 AI 算法深度洞察和挖掘出客户需求，形成包含产品定位、产品初步设计、产化深度设计等全套产品解决方案；“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。

贝好家重点在北京、上海、广州、成都、西安、杭州、南京、武汉等十余城开展业务，2024 年至 2025 年 5 月先后获取、合作 9 个项目，涵盖产品定位方案提供、“1+2”模式合作、自主操盘等多种方式。2024 年 12 月 15 日，贝好家全国首个到开盘阶段的“1+2”模式合作项目北京长安华曦府开盘，开盘 2.5 小时内首推所有房源售罄，销售额度 16 亿元，C2M 效能初显；2024 年 9 月、12 月贝好家在成都、上海 100%股权拿地自主操盘，意在通过实践证明 C2M 产品解决方案可行性。

图表68 贝好家拿地及合作项目情况（单位：平米、亿元、元/平米）

拿地项目										
地块	城市	区域	拿地时间	容积率	建筑面积	总地价	楼面价	合作企业	贝好家持股	贝好家角色
WY10-9-1 77-1	西安	未央区	2024/7/30	1.5	5000	0.36	7200	陕西远大锦源科技有限公司	95%	提供 C2M 产品解决方案、“1+2”模式合作项目
WY10-9-1 77-2	西安	未央区	2024/7/30	2.8	17685	0.98	5530		95%	
金融城三期 H12 地块	成都	锦江区	2024/9/20	2.5	39444	10.77	27300	无	100%	自主操盘
奉贤新城	上海	奉贤区	2024/	2.0	30607	6.97	22777	无	100%	自主操盘

10 单元 17-02 地块			12/31							
下沙单元 QT0102-1 4 地块	杭州	钱塘区	2024/ 12/31	2.5	38068	6.23	16370	滨江集 团、兴耀 房产	33%	股权合作模式 联合开发，贝 好家负责产品 定位方案
雨花区鼓风 机厂地块	长沙	雨花区	2025/ 3/27	2.6	125508	6.66	5305	招商蛇口	50%	股权合作模式 联合开发，贝 好家负责产品 定位方案
合作项目										
地块	城市	区域	拿地 时间	容积 率	建筑面 积	总地价	楼面价	合作企业	贝好家 持股	备注
京土储挂 (门)[2024] 029 号	北京	门头沟 区	2024/ 8/29	1.9	85496	16.36	19135	电建地产	/	“1+2”模式 合作，项目已 入市
成华区跳蹬 河南路 9 号	成都	成华区	2025/ 3/11	2.0	19143	3.73	19500	中昕置地	/	贝好家提供产 品定位方案
佛山市禅城 区游泳中心 地块	佛山	禅城区	2025/ 5/27	2.2	65910	7.81	11846	绿城中国	/	以 C2M 为核 心理念，为项 目提供精准产 品定位方案

资料来源：贝壳找房公众号，贝好家公众号，中指，平安证券研究所

备注：根据贝好家公众号披露，贝好家与电建地产合作入市项目为北京长安华曦府，2024 年 12 月 15 日开盘 2.5 小时内首推所有房源售罄，销售额 16 亿元

四、 盈利预测与投资建议

关键盈利假设：

1) 存量房业务：全国二手房交易预计延续韧性，二手房交易额维持增长，按年来看，考虑止跌回稳政策目标及具体政策于 2024 年 9 月后陆续推出，预期修复初期 2025 年增长速度或相对有限，2026 年供需改善背景下市场表现或相对更好，2027 年随基数抬升增速或相对回落，预计 2025-2027 年全国二手房交易额增速分别为 2%、5%、3%。公司依托平台及品牌优势市占率小幅提升，2025-2027 年分别为 33%、33.3%、34%，受此影响，公司存量房交易额延续增长，2025-2027 年交易额增速预计分别为 8.5%、6%、5.2%。佣金率方面，自营链家佣金率小幅回落后趋于稳定，贝联维持平稳，2025-2027 年存量房交易整体佣金率预计分别为 1.21%、1.20%、1.20%。预计 2025-2027 年存量房业务净收入 295 亿元、310.5 亿元、324.9 亿元，同比分别增长 4.6%、5.2%、4.6%，其中贝联贡献预计持续提升，预计平台上贝联经纪人服务等收入 55.1 亿元、58.6 亿元、61.9 亿元，同比分别增长 8.1%、6.3%、5.7%，自营链家佣金收入 239.9 亿元、251.9 亿元、262.9 亿元，同比分别增长 3.9%、5%、4.4%。

2) 新房业务：2025 年好产品及核心区新房有望率先止跌，受二线郊区及三四线拖累全年全国新房交易额预计中个位数下滑，2026 年延续筑底企稳、成交降幅料持续收窄，2027 年由于好产品持续扩容、新房因品质升级较二手房优势逐渐突显，成交降幅收窄趋势有望延续，但同样考虑 2026 年市场情绪较明显修复，2027 年成交降幅收窄幅度或弱于 2026 年，预计 2025-2027 年全国新房交易额增速分别为-6.5%、-2.0%、0%。新房波动修复过程中公司分销价值持续凸显，市占率趋势上行，佣金率维持高位，预计 2025-2027 年公司新房交易市占率分别为 13%、14.1%、14.8%，新房交易佣金率分别为 3.50%、3.50%、3.50%。基于此，预计 2025-2027 年公司新房交易额同比分别增长 6.3%、6.3%、5%，新房业务净收入 361 亿元、383.8 亿元、402.8 亿元，同比分别增长 7.3%、6.3%、5%。

3) 家装家居：大行业小企业格局下公司家装家居机会仍存，凭借高效获客流量优势、基础设施建设提升服务品质，有望持续增长，预计 2025-2027 年家装家居业务收入增速分别为 22%、17%、17%。

4) 房屋租赁服务：省心租扩张加持下房屋租赁规模有望再上台阶，预计 2025-2027 年房屋租赁服务收入增速分别为 60%、38%、30%。

5) 随着降本增效持续显效，公司主要业务利润率有望不同程度改善，预计 2025-2027 年存量房业务贡献利润率分别为 43.5%、43.6%、43.7%，新房业务贡献利润率分别为 24.9%、25.0%、25.1%，家装家居贡献利润率分别为 31.7%、32.0%、32.1%。但考虑家装家居、房屋租赁等利润率相对较低的三翼业务贡献比例提升，公司整体利润率小幅下滑，预计 2025-2027 年公司贡献利润率分别为 28.3%、27.1%、26%，毛利率分别为 23.2%、22.3%、21.5%。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 1091.8 亿元、1249.1 亿元、1414.7 亿元，同比分别增长 16.8%、14.4%、13.3%；归母净利润分别为 57 亿元、65.8 亿元、75.9 亿元，同比分别增长 40.2%、15.5%、15.3%；EPS 分别为 1.58 元、1.83 元、2.11 元。

图69 公司盈利预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	777.8	934.6	1091.8	1249.1	1414.7
同比	28.2%	20.2%	16.8%	14.4%	13.3%
贡献利润率	34.0%	29.9%	28.3%	27.1%	26.0%
毛利率	27.9%	24.6%	23.2%	22.3%	21.5%
归母净利润(亿元)	58.8	40.6	57.0	65.8	75.9
同比	-524.5%	-30.9%	40.2%	15.5%	15.3%
EPS(元/股)	1.63	1.13	1.58	1.83	2.11
各分项情况					
存量房业务					
全国二手房交易额(万亿元)	7.1	7.2	7.4	7.8	8.0
同比	30.0%	2.0%	2.0%	5.0%	3.0%
市占率	28.6%	31.0%	33.0%	33.3%	34.0%
贝壳存量房交易额(亿元)	20,280	22,465	24,377	25,828	27,162
同比	28.6%	10.8%	8.5%	6.0%	5.2%
佣金率	1.38%	1.26%	1.21%	1.20%	1.20%
链家存量房交易额(亿元)	8,476	9,185	9,873	10,409	10,865
同比	13.6%	8.4%	7.5%	5.4%	4.4%
占比	41.8%	40.9%	40.5%	40.3%	40.0%
佣金率	2.70%	2.51%	2.43%	2.42%	2.42%
贝联存量房交易额(亿元)	11,804	13,280	14,504	15,419	16,297
同比	42.2%	12.5%	9.2%	6.3%	5.7%
占比	58.2%	59.1%	59.5%	59.7%	60.0%
佣金率	0.43%	0.38%	0.38%	0.38%	0.38%
存量房业务净收入(亿元)	279.5	282.0	295.0	310.5	324.9
同比	15.9%	0.9%	4.6%	5.2%	4.6%
贡献利润率	47.2%	43.2%	43.5%	43.6%	43.7%
链家净收入(亿元)	229.0	231.0	239.9	251.9	262.9
同比	11.2%	0.9%	3.9%	5.0%	4.4%
占比	81.8%	81.9%	81.3%	81.1%	80.9%
贝联净收入(亿元)	51.0	51.0	55.1	58.6	61.9

同比	45.7%	0.0%	8.1%	6.3%	5.7%
占比	18.2%	18.1%	18.7%	18.9%	19.1%
新房业务					
全国新房交易额（万亿元）	10.3	8.5	7.9	7.8	7.8
同比	-6.0%	-17.6%	-6.5%	-2.0%	0.0%
市占率	9.7%	11.4%	13.0%	14.1%	14.8%
贝壳新房交易额（亿元）	10,030	9,700	10315	10964	11509
同比	6.6%	-3.3%	6.3%	6.3%	5.0%
佣金率	3.05%	3.47%	3.50%	3.50%	3.50%
新房业务净收入（亿元）	305.8	336.5	361.0	383.8	402.8
同比	6.7%	10.1%	7.3%	6.3%	5.0%
贡献利润率	26.6%	24.8%	24.9%	25.0%	25.1%
家装家居					
家装家居净收入（亿元）	108.5	147.7	180.2	210.8	246.6
同比	115.0%	36.1%	22.0%	17.0%	17.0%
贡献利润率	29.0%	30.7%	31.7%	32.0%	32.1%
房屋租赁服务					
房屋租赁服务净收入（亿元）	61.0	143.3	229.4	316.5	411.5
同比	——	135.0%	60.0%	38.0%	30.0%
贡献利润率	-1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
新兴业务及其他					
新兴业务及其他净收入（亿元）	23.0	25.0	26.2	27.6	28.9
同比	-19.4%	8.8%	5.0%	5.0%	5.0%
贡献利润率	90.5%	86.0%	86.0%	86.0%	86.0%

资料来源：同花顺，公司公告，平安证券研究所

公司作为领先的一体化房产交易服务平台，房产经纪优势明显，止跌回稳政策导向下规模发展存在支撑，家装家居快速突破，房屋租赁及贝好家能力构建、未来可期，重视股东回报，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.58 元、1.83 元、2.11 元，当前股价对应 PE 分别为 28.7 倍、24.8 倍、21.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表70 可比公司估值

证券简称	股票代码	PE(2025)	PE(2026)	PE(2027)
阿里巴巴-W	9988.HK	15.8	14.0	12.3
美团-W	3690.HK	21.7	16.4	13.2
我爱我家	000560.SZ	31.3	24.5	20.4
可比公司平均		22.9	18.3	15.3
贝壳-W（基于归母净利润）	2423.HK	28.7	24.8	21.5
贝壳-W（基于经调整归母净利润）		19.7	17.9	16.2

资料来源：Wind，同花顺，公司公告，平安证券研究所

注1：阿里巴巴-W、美团-W 为平台经济代表，我爱我家为优质同行，三家公司估值来自 Wind，以上估值均按 2025 年 6 月 8 日收盘价计算

注2：贝壳归母净利润与经调整归母净利润差额主要为股份支付薪酬费用，预计 2025-2027 年股份支付薪酬费用趋势下行，占归母净利润与经调整归母净利润差额比例维持稳定，估算得到 2025-2027 年贝壳经调整归母净利润分别为 82.8 亿元、91.4 亿元、101.1 亿元，同比分别增长 15.1%、10.3%、10.6%

五、 风险提示

- 1) 楼市修复低于预期风险：若购房需求释放有限，二手房景气度下滑，新房受新增优质供应不足、二手房分流影响修复缓慢，将对公司房产经纪业务交易量、收入等产生负面影响；
- 2) 佣金费率下行风险：若房产经纪竞争加剧，行业格局恶化，可能导致二手经纪佣金率持续调整、新房分销佣金率高位回落风险；
- 3) 三翼业务发展不及预期风险：家装家居规模发展受限、省心租盈利困难、贝好家模式验证时长超出预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	20301	19275	24299	29567
应收账款	5297	5920	6772	7670
预付款项、按金及其他应收款	8784	8677	9927	11244
其他应收款	0	0	0	0
存货	0	0	0	0
其他流动资产	42220	54762	62650	70956
流动资产总计	76603	88633	103649	119436
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2400	2024	1648	1272
在建工程	0	0	0	0
无形资产	24225	20187	16150	12112
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	29921	29921	29921	29921
非流动资产合计	56546	52132	47719	43306
资产总计	133149	140766	151368	162742
短期借款	288	0	0	0
应付账款	9493	10401	12039	13776
其他流动负债	42963	48206	55144	62446
流动负债合计	52744	58607	67184	76221
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8957	8957	8957	8957
非流动负债合计	8957	8957	8957	8957
负债合计	61701	67564	76141	85178
股本	0.46	0.46	0.46	0.46
储备	70714	70714	70714	70714
留存收益	609	2339	4338	6642
归属于母公司股东权益	71324	73054	75053	77357
归属于非控制股东权益	124	148	175	206
权益合计	71448	73202	75228	77563
负债和权益合计	133149	140766	151368	162742

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3052	4747	5636	6646
折旧与摊销	1012	4413	4413	4413
财务费用	-1225	-1267	-1287	-1315
其他经营资金	6608	-6905	-1415	-1482
经营性现金净流量	9447	988	7347	8263
投资性现金净流量	-9378	974	974	974
筹资性现金净流量	-5795	-2989	-3297	-3970
现金流量净额	-5726	-1027	5024	5268

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	93457	109183	124911	141470
销售成本	70513	83853	97056	111054
其他费用	0	0	0	0
销售费用	7783	8888	10169	11517
管理费用	11244	11355	11429	11318
财务费用	-1225	-1267	-1287	-1315
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	5142	6354	7544	8897
其他非经营损益	1728	1304	1304	1304
税前利润	6870	7659	8849	10202
所得税	2792	1937	2238	2581
税后利润	4078	5721	6610	7621
归属于非控制股东利润	13	24	27	31
归属于母公司股东利润	4065	5698	6583	7589
EBITDA	6657	10805	11975	13300
NOPLAT	2325	3800	4674	5664
EPS(元)	1.13	1.58	1.83	2.11

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收额增长率	20.2%	16.8%	14.4%	13.3%
EBIT 增长率	-15.9%	13.2%	18.3%	17.5%
EBITDA 增长率	-18.0%	62.3%	10.8%	11.1%
税后利润增长率	-30.8%	40.3%	15.5%	15.3%
盈利能力				
毛利率	24.6%	23.2%	22.3%	21.5%
净利率	4.4%	5.2%	5.3%	5.4%
ROE	5.7%	7.8%	8.8%	9.8%
ROA	3.1%	4.0%	4.3%	4.7%
ROIC	4.3%	6.3%	7.2%	8.9%
估值倍数				
P/E	40.2	28.7	24.8	21.5
P/S	1.7	1.5	1.3	1.2
P/B	2.3	2.2	2.2	2.1
股息率	1.7%	2.4%	2.8%	3.2%

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	