



贝壳-W (02423.HK)

买入 (维持评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

贝壳整装业务：持续做难而正确的事

投资逻辑：

本篇报告我们重点探讨贝壳的整装业务，估算其对集团的贡献：

Q1：贝壳家装业务？贝壳通过“被窝”和“圣都”两个品牌开展业务，被窝为 2020 年贝壳自主成立的品牌，主要覆盖北京地区，圣都为 2022 年贝壳收购的浙江老牌整装公司，截至目前覆盖上海、天津、重庆、浙江、江苏、附件、广东等 13 个省、34 个地级市，落地方案超 20 万单。2024 年贝壳家装家居业务收入约 148 亿元，yoy+36%；占集团收入比例为 15.8%，毛利比例为 16.3%。

Q2：整装业务需求？2024 年来自翻新、新购二手房装修和房屋局改等存量市场的装修占比达到 44.4%，yoy+5pct，存量房市场的需求是装修主要来源。凭借省时、省力、省心，售后保障完善，集采价格更低等优势，整装业务逐渐成为装修新风向。

Q3：整装行业的竞争格局？行业集中度极低，2023 年 CR10 为 1.8%，CR30 为 2.9%，贝壳整装以 0.36% 的市占率排名第一。受制于繁杂的装修环节，装修的客单价实际被削薄，且上下游利润率大部分为个位数，盈利性较弱。

Q4：贝壳的核心竞争力来自于哪里？1) 获客环节：大+准+快的流量优势；2) 签约环节：贝壳品牌背书的信任优势；3) 交付环节：透明化+标准化的产业链优势。

Q5：为什么我们认为贝壳整装业务可以持续领先？1) 规模效应有望持续提升成本优势；2) 互联网基因解决行业痛点；3) 一脉相传的链家企业文化赋能。

Q6：贝壳整装业务的空间有多大？在市占率和业务占比双向变动下，按照单套 20 万客单价中性预估，贝壳整装业务有望达 250 亿元收入，20 亿元利润。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025/2026/2027 年 Non-GAAP 净利润 78.8/100.2/117.2 亿元，公司股票现价对应 PE 估值为 19.46/15.30/13.08 倍。买方市场下，地产交易平台马太效应愈强，公司一赛道业务市占率可获进一步提升；随规模效应提升，公司新业务有望扭亏为盈，贡献利润。参考 2026 年电商零售平台的 11XPE 估值；其他平台经济的 15XPE 估值；我爱我家 23XPE，考虑港股股市场估值中枢，公司作为行业龙头但仍具成长性，给予贝壳 2026 年 20XPE，目标价 55.66 港元，维持“买入”评级。

风险提示

房地产行业复苏不及预期；佣金政策监管的风险；反垄断政策的风险；消费复苏不及预期的风险。

国金证券研究所

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

yiyongjian@gjzq.com.cn

分析师：李洁 (执业 S1130525030015)

lijie10@gjzq.com.cn

分析师：池天惠 (执业 S1130524080002)

chitianhui@gjzq.com.cn

市价 (港币)：46.550 元

目标价 (港币)：55.66 元

相关报告：

1. 《贝壳-W 港股公司点评：业绩超预期，看好管理提效利润率提升》，2025.5.18

2. 《贝壳-W 港股公司点评：加大投入立足长远，受益于市场修复》，2025.3.19

3. 《贝壳-W 港股公司点评：入通在即，多重利好共振》，2025.3.2



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	77,777	93,457	107,130	118,952	137,464
营业收入增长率	28.20%	20.16%	14.63%	11.04%	15.56%
经调整净利润(百万元)	9,798	7,211	7,880	10,024	11,720
经调整净利润增长率	244.68%	-26.41%	9.28%	27.21%	16.92%
经调整每股收益(元)	2.72	2.00	2.19	2.78	3.25
每股经营性现金流净额	3.00	2.61	2.74	2.96	4.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.16%	5.70%	7.78%	10.03%	13.52%
P/E	14.53	21.61	19.42	15.27	13.06
P/B	2.04	2.20	2.11	2.07	2.02

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

Q1: 贝壳家装业务的历史和现在:.....	4
1.1 源于万科合作, 成于自主品牌.....	4
1.2“一体三翼”, 家居家装业务已成第二成长曲线.....	4
Q2: 整装业务的需求来自哪里?.....	5
2.1 存量房是家装行业增长主要抓手.....	5
2.2 一站式整装模式是家装行业发展新风口.....	6
Q3: 整装行业的竞争格局如何?.....	7
3.1“百家争鸣”, 家装行业集中度极低.....	7
3.2 多环节削弱高客单, 弱盈利性是玩家痛点.....	10
Q4: 从整装交易环节看贝壳的核心竞争力?.....	11
4.1 获客: 大+准+快的流量优势.....	11
4.2 签约: 贝壳品牌背书+独有的门店经纪人信任传递优势.....	13
4.3 交付: 透明化+标准化的产业链优势.....	13
Q5: 为什么我们认为贝壳整装业务可以持续领先?.....	14
5.1 规模效应提升成本优势.....	14
5.2 互联网基因解决行业痛点.....	15
5.3 一脉相承的链家企业文化.....	16
Q6: 贝壳整装业务的空间测算?.....	16
从存量房数量预估 5 年内贝壳整装业务空间.....	16
7、盈利预测及估值.....	17
7.1 盈利预测:.....	17
7.2 投资建议及估值:.....	19
8、风险提示.....	20

图表目录

图表 1: 贝壳家装业务的发展历程.....	4
图表 2: 2020-2024 年贝壳各业务收入及占比.....	4
图表 3: 2020-2024 年贝壳各业务毛利及占比.....	4
图表 4: 2021-2024 年贝壳家装家居收入及同比增速.....	5
图表 5: 2021-2024 年贝壳家装家居成交额及同比增速.....	5
图表 6: 2020-2025E 家装市场销售额规模.....	5
图表 7: 2020-2025E 家装装修结构.....	5
图表 8: 2024 年旧房市场流量转化关系.....	6



图表 9: 2024 年房屋装修来源.....	6
图表 10: 家装公司装修模式.....	6
图表 11: 传统装修模式升级示意图.....	6
图表 12: 整装市场规模及渗透率.....	6
图表 13: 2021&2023 年家装用户驱动因素 TOP5.....	6
图表 14: 艾瑞咨询消费者画像调研.....	7
图表 15: 2021&2023 年艾瑞咨询消费者整装预算调研.....	7
图表 16: 艾瑞咨询消费者整装品牌渠道了解分布.....	7
图表 17: 艾瑞咨询消费者整装品牌关注因素.....	7
图表 18: 家装产业链.....	8
图表 19: 2024 年中国家装公司 TOP10.....	8
图表 20: 业之峰装饰加盟城市.....	9
图表 21: 金螳螂家全国门店.....	9
图表 22: 全屋定制企业: 欧派的铂尼思整装品牌.....	9
图表 23: 平台型家装: 土巴兔.....	10
图表 24: 平台型家装: 齐家网.....	10
图表 25: 一站式整装公司: 爱空间.....	10
图表 26: 贝壳直营整装品牌: 圣都整装.....	10
图表 27: 家装产业链主要玩家利润情况示意图.....	11
图表 28: 家装预算清单范例.....	11
图表 29: 欧派家居、索菲亚、东易日盛、金螳螂、齐屹科技 2020-2024 年销售费用率.....	12
图表 30: 2020-2024 年贝壳存量房业务 GTV 及同比增速.....	12
图表 31: 链家+圣都新门头.....	13
图表 32: 圣都整装全部装修套餐.....	13
图表 33: 东易日盛 2016-2024 年收入及同比增速.....	14
图表 34: 2023Q4-2024Q4 金螳螂家装订单情况.....	14
图表 35: 21Q1-24Q4 贝壳家装业务收入及毛利率情况.....	15
图表 36: 221Q1-24Q4 贝壳家装业务 GTV 及同比增速.....	15
图表 37: 贝壳装修户型示意图.....	15
图表 38: 贝壳自研摄像头“贝刻云视”.....	16
图表 39: 圣都整装服务流程.....	16
图表 40: 贝壳公司盈利预测 (业务收入).....	18
图表 41: 贝壳公司盈利预测 (按成本).....	19

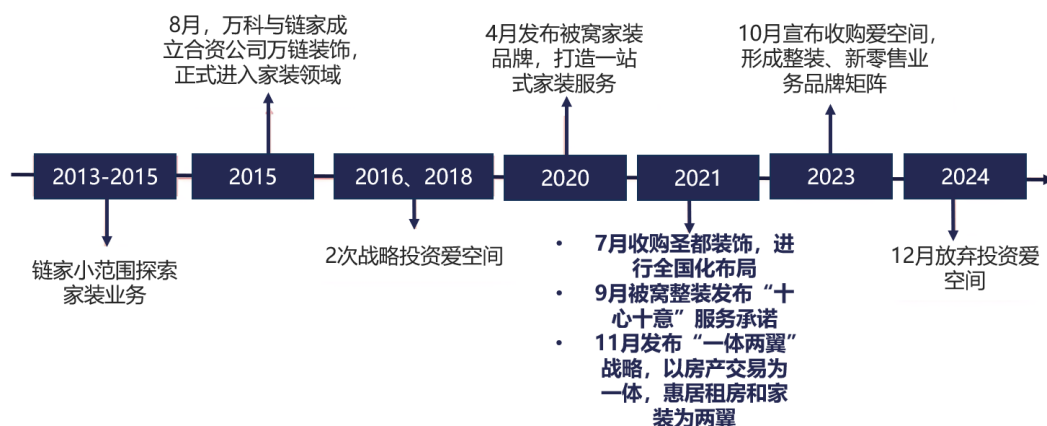


Q1：贝壳家装业务的历史和现在：

1.1 源于万科合作，成于自主品牌

贝壳自 2013 年开始寻求家装业务增长，2015 年通过和万科的合作进入家装领域。2016 年和 2018 年，链家地产 2 次投资爱空间；2020 年贝壳成立了被窝整装；2022 年 4 月贝壳正式完成了对圣都家装的收购，总对价为 39.2 亿元人民币和 4432 万股公司 A 类普通股股权。2023 年计划以不超过 15.5 亿元的价格收购爱空间，但于 2024 年 12 月放弃了对爱空间的回购，自此坚定以自品牌被窝和子品牌圣都在全国开展家装业务。

图表1：贝壳家装业务的发展历程

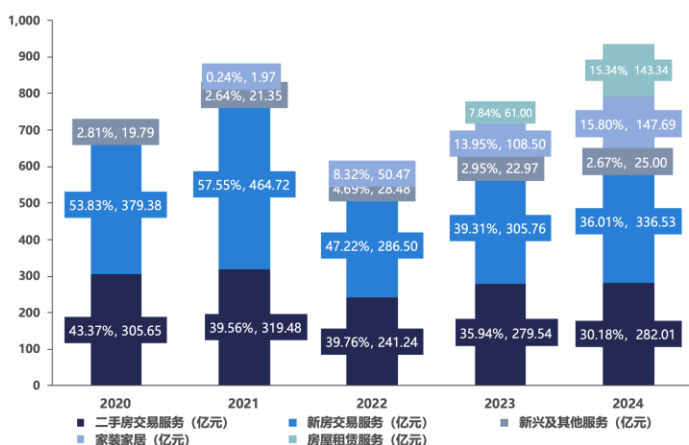


来源：21 世纪经济报道，科技晚 8 点，蓝鲸财经，贝壳公司公告，国金证券研究所

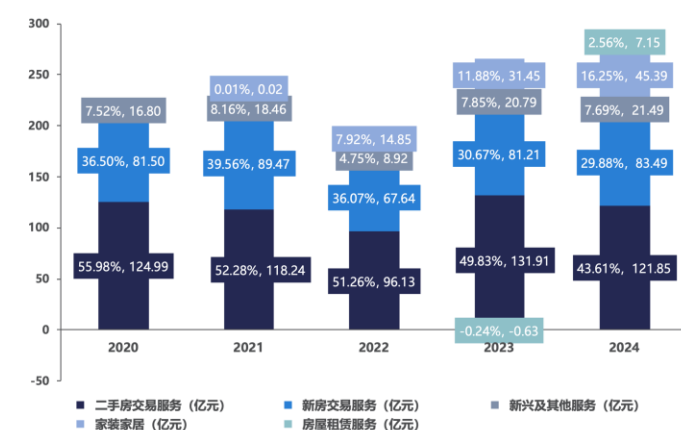
1.2 “一体三翼”，家居家装业务已成第二成长曲线

从业务结构来看，贝壳的家装家居业务已成为公司业绩贡献的中坚力量。2021-2024 年，贝壳的家装家居业务的收入和毛利率占比稳步提升，2024 年贝壳收入占比达 15.80%，yoy+1.85pct；毛利占比达 16.25%，yoy+4.37pct。

图表2：2020-2024 年贝壳各业务收入及占比



图表3：2020-2024 年贝壳各业务毛利及占比



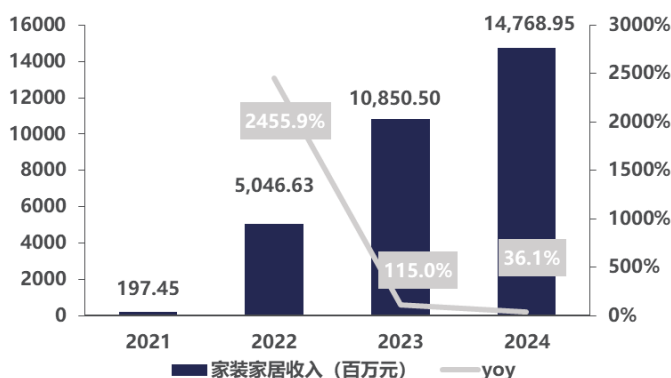
来源：iFind，贝壳公司公告，国金证券研究所

来源：iFind，贝壳公司公告，国金证券研究所

从业务体量来看，贝壳的家装家居业务已获得高速发展。2021-2024 年，贝壳的家装家居业务的收入和成交额 CAGR 均超 300%，2024 年该业务收入约 148 亿元，yoy+36.1%；成交额约 170 亿元，yoy+30.8%。根据公司 24Q4 业绩说明会，24Q4 贝壳的家装家居成交额中约 30%来自于家装零售及非硬装、软装，这主要受到国补等消费政策的影响，零售业务季节性贡献较高。我们认为硬装是贝壳家装家居业务发展的主要方向，本篇报告将重点分析贝壳的整装业务优势和行业格局及空间。

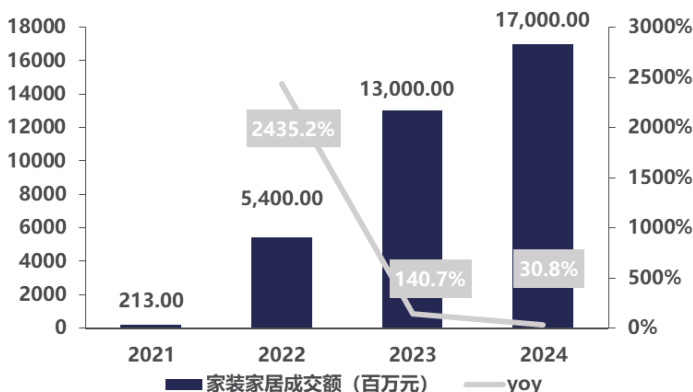


图表4：2021-2024 年贝壳家装家居收入及同比增速



来源：iFind，贝壳公司公告，国金证券研究所

图表5：2021-2024 年贝壳家装家居成交额及同比增速



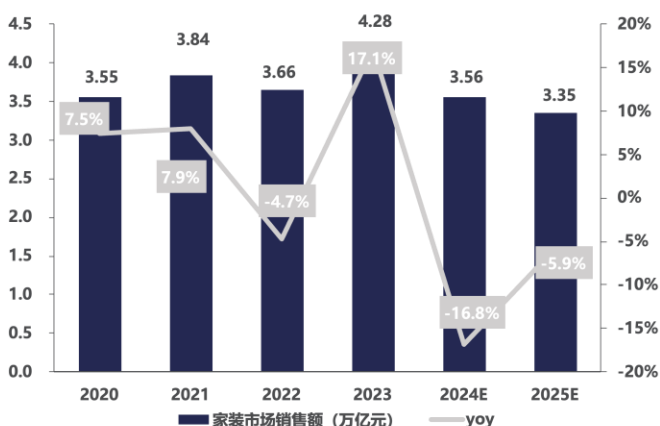
来源：iFind，贝壳公司公告，国金证券研究所

Q2：整装业务的需求来自哪里？

2.1 存量房是家装行业增长主要抓手

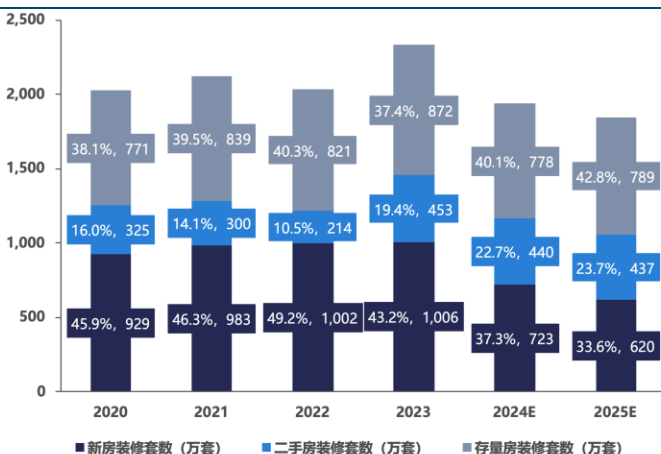
据奥维云网推算，2024 年家装市场规模预计 yoy-16.8%，达 3.56 万亿元；从套数规模来看，2024 年家装装修市场涉及住宅装修 1941 万套，yoy-16.7%，但新房、二手房、存量房的结构仍维持 4:2:4 的比例。

图表6：2020-2025E 家装市场销售额规模



来源：奥维地产大数据，奥维云网，国金证券研究所

图表7：2020-2025E 家装装修结构

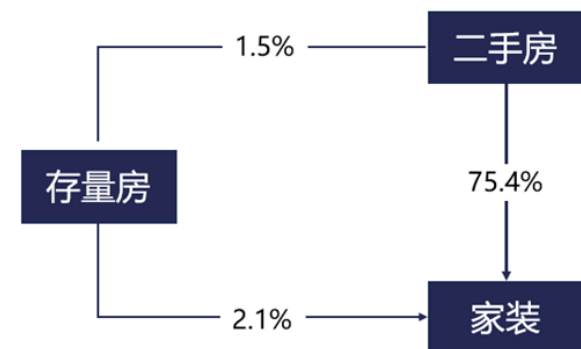


来源：奥维地产大数据，奥维云网，国金证券研究所

拆解家装市场的构成，新房装修依靠每年新房的交付量，主要涉及软装和零售环节；旧房市场靠存量房转化，多包含硬装、软装和零售全流程。根据奥维云网对 2024 年行情的统计来看，1.5%的存量房转化为二手房销售后，约 75.4%的流量转化为家装客户；同时存量房自身也有 2.1%的流量直接转化为家装客户，即 3.23%的存量房可为家装市场贡献增量。根据中装协住宅产业分会从企业端反馈的业务结构来看，2024 年新购精装房装修占比仅为 12.2%；自住房翻新、新购二手房装修和房屋局改等存量市场业务占比达到 44.4%，yoy+5pct，存量房市场崛起成为显著趋势。

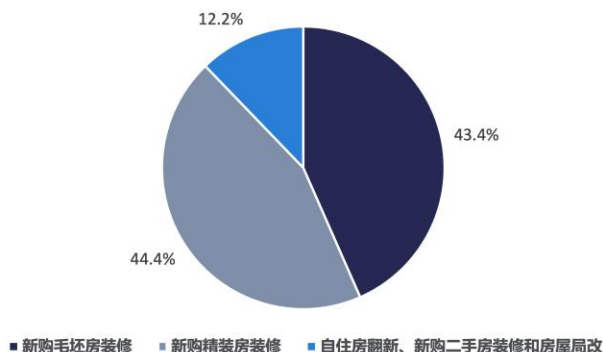


图表8：2024 年旧房市场流量转化关系



来源：奥维地产大数据，奥维云网，国金证券研究所

图表9：2024 年房屋装修来源



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

2.2 一站式整装模式是家装行业发展新风口

通过家装公司实现的装修模式主要包括清包、半包、全包和整装四种类型。区别于多环节的清包、半包和全包，整装有效的帮助消费者节省时间和精力，整装家装公司根据消费者的家庭装修整体需求，将设计、人工、辅材、主材、软装、家电部品等装修要素产品化，以平方米或者单套报价，负责从硬装到软装的售前、售中、售后全部产品和整体服务。

图表10：家装公司装修模式

	设计	施工	辅材	主材	软装	家电部品
清包	√	√				
半包	√	√	√			
全包	√	√	√	√		
整装	√	√	√	√	√	√

来源：奥维地产大数据，奥维云网，国金证券研究所

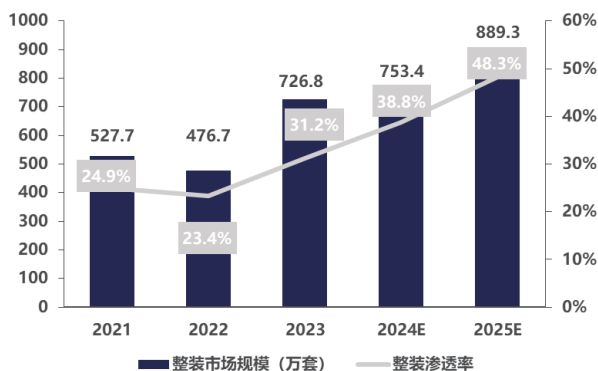
图表11：传统装修模式升级示意图



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

从整装行业规模发展趋势来看，90 后群体成为装修主力，带动懒人经济兴起，整装市场的渗透率持续提升，从 2021 年的 24.9% 提升至 2024 年 38.8%。对比家装用户的驱动因素，相较于 2021 年对性价比的追求，2023 年用户对售后的服务态度及质量以及托管服务的关注度显著提升。一站式的整装托管服务模式，恰能满足家装用户的升级诉求。

图表12：整装市场规模及渗透率



来源：奥维地产大数据，奥维云网，国金证券研究所

图表13：2021&2023 年家装用户驱动因素 TOP5



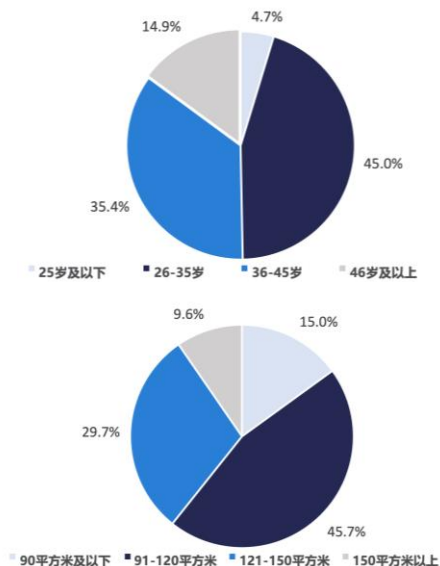
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

细拆整装消费者画像，年轻化态势显著。根据艾瑞咨询调研数据显示，整装消费主导者以

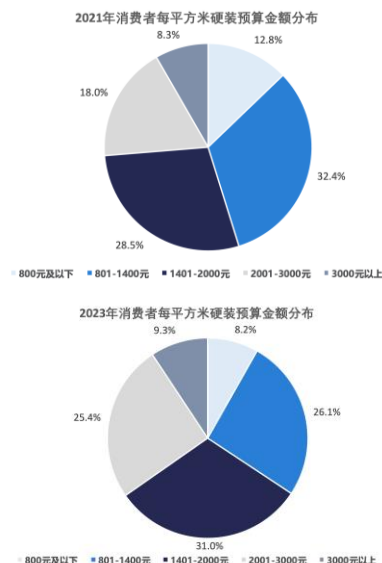


女性居多，占 57.4%；约半数处于 35 岁及以下，46 岁以上用户占比仅 14.9%；房屋面积在 91-120 平米最为集中；每平方米硬装预算集中于 1401-2000 元水平，即客单大多在 13-19 万元区间。

图表14：艾瑞咨询消费者画像调研



图表15：2021&2023 年艾瑞咨询消费者整装预算调研

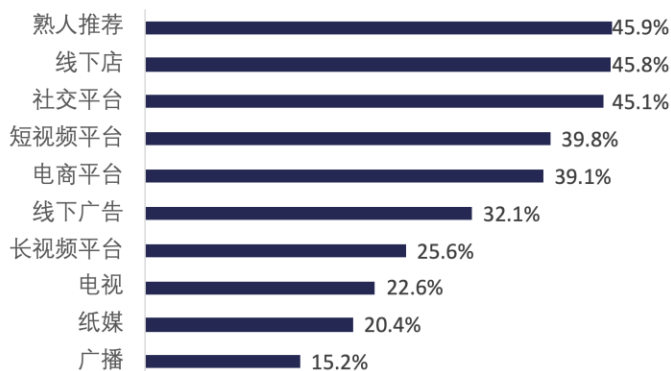


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

从获客渠道来看，实地体验大于线上渠道。根据艾瑞咨询调研数据显示，近 90%的消费者会在决策前对比多家公司，超 40%的用户会对比 4 家公司以上，其中熟人口碑和线下门店的实物体验最受消费者重视。对品牌的关注程度来看，消费者重点考察售后服务与耗材、交付品质、公司品牌度和施工队伍建设等方面，对质量的关注度超越性价比和工期。

图表16：艾瑞咨询消费者整装品牌渠道了解分布



图表17：艾瑞咨询消费者整装品牌关注因素



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

Q3：整装行业的竞争格局如何？

3.1 “百家争鸣”，家装行业集中度极低

从家装产业链结构来看，产业链下游为 C 端家装用户，与消费者相连的触点构成产业链中游，包括综合家居卖场、传统家装企业、全屋定制企业、平台型家装企业、一站式整装企业以及涉及到技术和局改的环节服务商。为零售触点提供产品的构成产业链上游，包括建材、家具、家电供应商等。



图表18：家装产业链



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

从行业竞争格局来看，家装品牌呈现分散化的特点。根据涂装新视野对国内家装公司的盘点，贝壳家装以圣都、被窝为主要品牌，2023 年为所有家装公司市占率最高，但也仅为 0.39%，收入达到 10 亿即可进入 TOP30 榜单。按营收来看，家装行业 CR10 为 1.8%，CR30 为 2.9%；从玩家数量来看，2020 年前全国有大小装修企业 14 万家，到 2022 年底仍有 10 万家左右。

图表19：2024 年中国家装公司 TOP10

排名	公司简称	主营产品	总部所在	2023 年市场占有率
1	贝壳家装	圣都、被窝、链家、爱空间	杭州	0.39%
2	艺邦集团	星艺、华浔、名匠、三星	广州	0.38%
3	尚层装饰	尚层	北京	0.20%
4	业之峰	汇巢、峰格汇、诺华整装、全包圆	北京	0.18%
5	点石装饰	点石家装、点石大宅、点石精工装	长沙	0.16%
6	靓家居	靓家居、靓尚 e 家、优嘉靓装	广州	0.11%
7	东易日盛	东易日盛	北京	0.10%
8	锦华装饰	堂杰国际、锦华改造家、锦华整装	南京	0.10%
8	生活家装饰	艺墅装、大宅装、轻奢装、梵高国际	成都	0.10%
10	唐卡装饰	唐卡、唐卡宜佰、金蜜蜂、佳天下、乐尚	重庆	0.09%

来源：涂装新视野，国金证券研究所

传统家装企业成名较早，以加盟模式辐射全国。区域性门店和装修队在硬装与施工的流程上具有一定标准化的经验，但在流量端和产品力缺乏优势。业之峰装饰以环保为切入点，专注家装 20 多年，覆盖全国 102 城，拥有 200+设计师和 200 支自营工队，累计交付 27 万+订单。金螳螂家是金螳螂旗下高端家装品牌，依靠金螳螂成熟的工装经验，2015 年进入家装领域，在全国 130+城市拥有连锁门店超过 150 家。

图表20: 业之峰装饰加盟城市

省份	地级城市
北京	直辖市
安徽省	合肥 芜湖 滁州 扬州 黄山
河北省	保定 沧州 邯郸 秦皇岛 邢台 唐山 邢台 张家口
陕西省	西安
山东省	滨州 东营 菏泽 济宁 临沂 寿光 潍坊 烟台 德州
重庆市	重庆
山西省	太原 晋城 太原 晋城 吕梁
内蒙古自治区	呼和浩特 包头 鄂尔多斯 乌兰察布
广西壮族自治区	桂林
贵州省	贵阳
江苏省	淮安 连云港 南通 宿迁 徐州 泰州 扬州 盐城
吉林省	长春 吉林 四平 辽源
辽宁省	锦州
河南省	开封 洛阳 南阳 平顶山 漯河 濮阳 许昌 周口 驻马店
新疆维吾尔自治区	喀什 乌鲁木齐
四川省	乐山 泸州 南充 达州 广安 绵阳
贵州省	贵阳
河南省	开封
湖北省	武汉 仙桃
广东省	广州
江西省	赣州 吉安
北京市	北京市

来源：业之峰装饰官网，国金证券研究所

图表21: 金螳螂家全国门店



来源：金螳螂家官网，国金证券研究所

全屋定制企业通过多年品牌口碑积累，从橱柜、卫浴等专项定制向全屋整装转型寻找新增量。欧派于 2018 年试点整装大家居商业模式，目前该业务已形成“欧派”与“铂尼思”双品牌矩阵，前者聚焦中高端市场，强化定制核心优势，后者以普惠定位切入细分需求。欧派的整装大家居为公司在各地选择规模较大、口碑较好的优质家装公司开展的代理经销模式，公司主要提供流量和营销扶持。截至 2024 年底，公司拥有欧派品牌整装门店 518 家；铂尼思加盟商 512 家，共计 546 个门店。

图表22: 全屋定制企业: 欧派的铂尼思整装品牌

OPPEIN 欧派

整装大家居

BAUNIS 铂尼思

整装大家居 | 一体化整家定制

铂尼思

一体化整家定制创领者

BAUNIS 铂尼思

一体化整家定制 | 欧派家居集团旗下品牌

设计一体化

柜、门、墙、配一体化展示，为客户提供一体化整家视觉体验，实现“所见即所得”。

材质一体化

柜类材质既可统一，又能灵活搭配，满足个性化定制所需。

一站式购齐

全球大规模集采，全屋皆大牌，一站购齐装修所需。

一揽子服务

设计/购买/施工/安装/交付/售后，装修全流程一揽子搞定。

来源：欧派家装官网，国金证券研究所

互联网家装平台对接装修公司 and 消费者，解决流量难题。根据土巴兔招股说明书，土巴兔并不直接参与装修施工，以线上化形式连接业主和家装企业，从信息推荐、交易保障、质量监督、评价反馈多角度服务，截至目前，土巴兔已覆盖全国 14 万+装修公司。齐家网不仅提供平台 SaaS 服务，还拥有自营的装修业务，包括整装品牌“博若森”、房地产开发商定制品牌“居美”和局改品牌“柚子”。



图表23：平台型家装：土巴兔

图表24：平台型家装：齐家网

传统定制 VS 土巴兔	
传统定制	土巴兔
套路深 价格不透明，计价方式不一，一环一环套娃	透明价 不玩套路，全屋定制透明价，个性化定制，透明计价清晰
跑断腿 建材城家具店大多是独立的，看了橱柜看衣柜，一家一家店逛，费时费力	一站式 全屋定制，包揽全品类商品，橱柜衣柜木门卫浴软装都能买到
不统一 这家店选的橱柜，跟家店订的衣柜装好后才发现风格款式根本不搭	统一 全屋家具都经过精心设计，款式齐全，风格统一，品质有保障



来源：土巴兔官网，国金证券研究所

来源：齐家 APP，国金证券研究所

一站式整装品牌爱空间和圣都整装拥有较高知名度。爱空间成立于2014年，打造“数字化系统、产业化工人、F2C自营”为基础设施的整装服务，当前已覆盖14个城市，拥有近万名员工，累计完成订单超7万单。圣都装饰成立于2002年，在整装业务已有22年深耕历史，2022年贝壳完成对其全资收购，截至目前覆盖上海、天津、重庆、浙江、江苏、附件、广东等13个省、34个地级市，落地方案超20万单。

图表25：一站式整装公司：爱空间

图表26：贝壳直营整装品牌：圣都整装



来源：爱空间官网，国金证券研究所

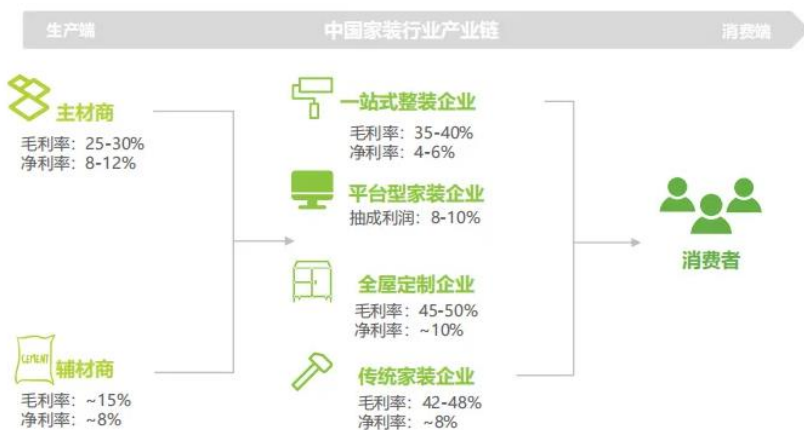
来源：圣都整装官网，国金证券研究所

3.2 多环节削弱高客单，弱盈利性是玩家痛点

拆解家装产业链的主要盈利模式，主要分为人工差价、材料差价和设计服务费。由于家装环节设计涉及设计师、建材供应商、水电工、泥瓦工、木工、油漆工、家具、家电公司等多环节，削弱了表面的高客单价。材料端，主材商毛利率为25-30%，净利率约8-12%；辅材上毛利率为15%，净利率为8%。家装企业毛利率约30%，但净利率却仅为个位数，传统家装企业净利率约为8%，一站式整装企业净利率为4-6%，全屋定制企业净利率为10%；平台型家装企业约抽成利润8-10%，盈利性均处在较弱水平。



图表27：家装产业链主要玩家利润情况示意图



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

根据装修公司 and 用户装修案例分享，我们以一个 100 平米的房屋为例总结了实际花费。主材部分包括地板/瓷砖、石材、集成吊顶、卫浴、门窗、橱柜等，约花费 10 万元；辅材部分包括水泥、沙子、腻子、胶水、防水涂料、石膏板、水电改造中的电线水管以及其他五金小件等，约花费 5 万元。从具体环节来看，主材中门窗和定制橱柜占比最高，分别为 3 万和 2 万左右，约占 50%，其他小项仅为千位数价格，客单价实际并不高。

图表28：家装预算清单范例

来源：小红书案例分享，国金证券研究所

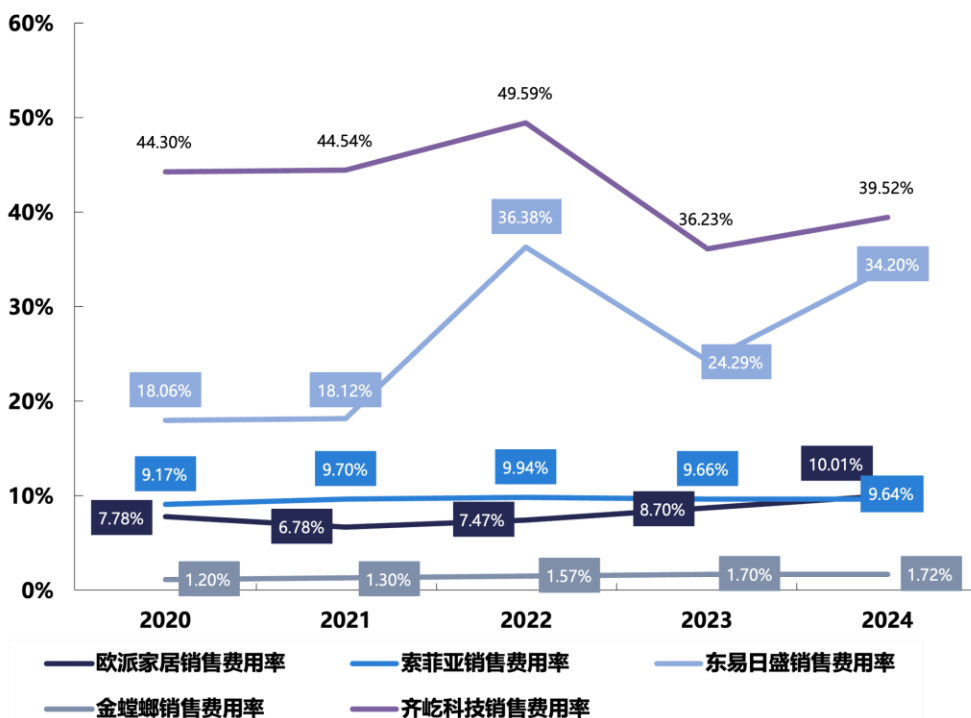
Q4：从整装交易环节看贝壳的核心竞争力？

4.1 获客：大+准+快的流量优势

对比装修行业其他玩家的销售费用率，除以做公装为主的金螳螂外，大部分公司销售费用率在两位数。齐屹科技（齐家网）主要做平台对接，流量获取途径主要依靠在抖音、小红书等平台不断投流，销售费用率接近在 40% 左右水平。对比索菲亚稳定在 9% 左右销售费用率，欧派家居发力整装业务，2024 年销售费用率提升至 10%，yoy+1.3pct。东易日盛以家装业务为主，在衰退前，2020-2021 年的销售费用率在 18% 左右水平，具有一定参考性。



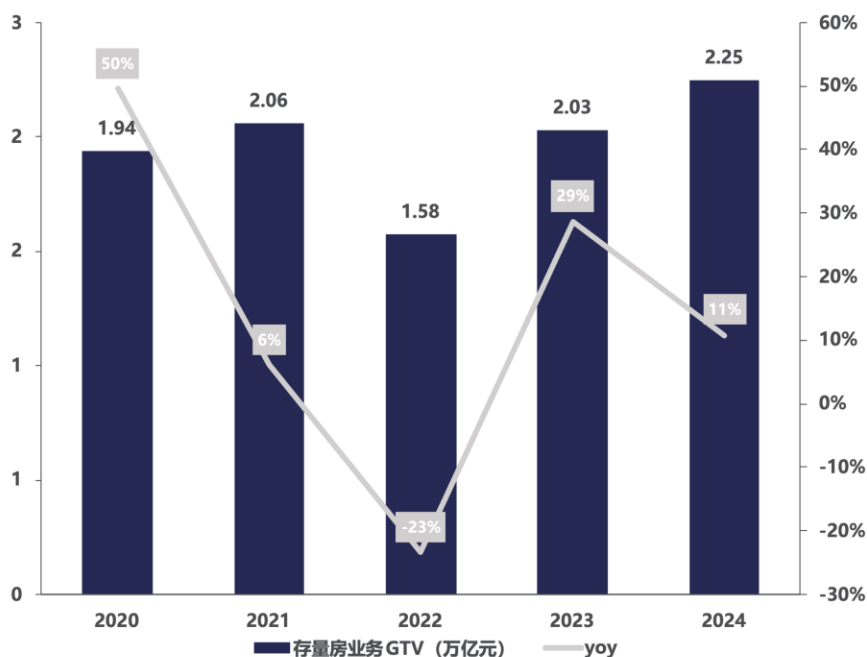
图表29：欧派家居、索菲亚、东易日盛、金螳螂、齐屹科技 2020-2024 年销售费用率



来源：iFinD，贝壳公司公告，国金证券研究所

从市场需求来看，存量房业主是最大的装修客群。贝壳作为国内最大的二手房交易中介平台，2024 年存量房业务 GTV 为 2.25 万亿，全国市占率约 30%。从业务起点来看，房屋交易大多伴随着装修需求的产生，贝壳以几乎为零的成本便可链接到最精准的目标客群，具有显著的流量优势。

图表30：2020-2024 年贝壳存量房业务 GTV 及同比增速



来源：iFinD，贝壳公司公告，国金证券研究所



4.2 签约：贝壳品牌背书+独有的门店经纪人信任传递优势

链家门店通过更换门头形式，将“圣都整装，贝壳直营家装品牌”的概念推出，贝壳品牌的背书大幅增加消费者对圣都整装的品牌感知和信任度。圣都整装从链家门店出发，以单套百万元以上的房屋成交信任为基础，转化 20 万客单价的装修订单，其难度远低于线上投流的距离感。

图表31：链家+圣都新门头



来源：百度地图，国金证券研究所

4.3 交付：透明化+标准化的产业链优势

装修涉及环节众多，且专业性要求较高，而大多数人的经验并不足以支撑当下过度丰富的SKU 品类选择。圣都整装以房屋面积为基准，60 平米以内的推荐 AE-mini 套餐；60-100 平米的房屋性价比选择推荐 AE 套餐，品质改善推荐新 A5 套餐；大于 100 平米的大宅推荐 A6 套餐。精简的选择背后是对专业度的自信，同时减少供给提升了原材料集采的集中度，方便产业链更高效的管理。

图表32：圣都整装全部装修套餐

AE-mini 40m ²	AE套餐 65m ²
60800 元起	92800 元起
刚需匹配 性价比高 适用小户型	均衡兼顾配置 实力精选 高性价比
包含项 - 免费量房 - 个性化设计 - 大牌主材 - 一线辅料 - 基础施工 - 工程监理 - 售后质保 - 竣工保洁	包含项 - 免费量房 - 个性化设计 - 大牌主材 - 一线辅料 - 基础施工 - 工程监理 - 售后质保 - 竣工保洁
不包含 拆除修复	不包含 拆除修复



新A5套餐 | 65m²

106800元起

七大空间配置
全屋硬装
品质生活

包含项

- 免费量房
- 个性化设计
- 大牌主材
- 一线辅料
- 基础施工
- 工程监理
- 售后质保
- 竣工保洁

不包含

- 拆除修复

A6套餐 | 120m²

218000元起

大宅专属配置
定制浴室柜
进口大牌主材

包含项

- 免费量房
- 个性化设计
- 大牌主材
- 一线辅料
- 基础施工
- 工程监理
- 售后质保
- 竣工保洁

不包含

- 拆除修复

来源：圣都整装官网，国金证券研究所

Q5：为什么我们认为贝壳整装业务可以持续领先？

5.1 规模效应提升成本优势

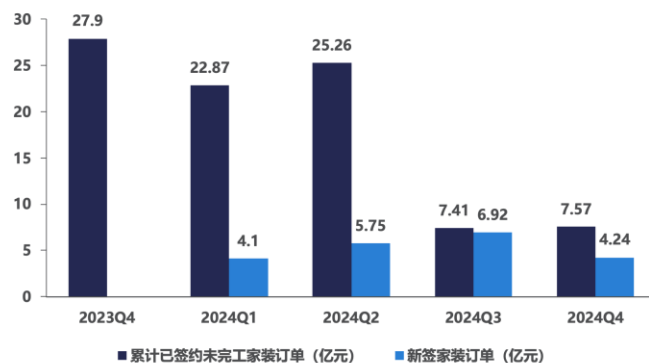
贝壳整装依靠平台不局限于局部区域，在全国形成规模上的弯道超车。回顾东易日盛的收入变化，其在 2021 年达到巅峰，为 42.92 亿元；金螳螂主营公装，其在家装领域的订单量单季度约为 4-6 亿元，2024 年新签订单超 21 亿元。贝壳的家装业务在 2022 年（第二年）便达到 54 亿元 GMV，23 年达 130 亿 GMV，在装修领域实现规模迅速扩张，有助于总成本持续摊薄，形成规模效应。

图表33：东易日盛 2016-2024 年收入及同比增速



来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

图表34：2023Q4-2024Q4 金螳螂家装订单情况

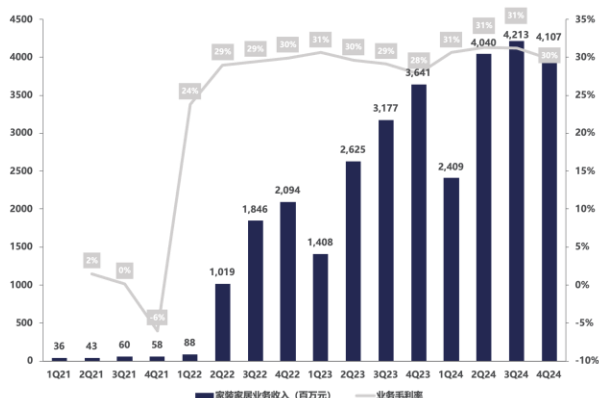


来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

复盘贝壳家装业务的毛利率情况，2021 年业务刚起步时，单季度收入不到 1 亿元，毛利率在 1%徘徊；22Q2 单季度收入和 GTV 均超 10 亿元，毛利率便达到接近 30%水平。24Q2 和 24Q3，贝壳家装业务 GTV 均超 40 亿元，毛利率超 31%。24Q4 毛利率环比下滑主要为低毛利率的零售业务占比提升。业务成本主要分为材料和人工，材料方面，根据索菲亚、欧派家居等全屋定制公司公告，整装公司为定制企业的必争之地，在新房交付量持续萎缩的当下，贝壳的整装业务作为国内体量最高的单一体，在供应商中议价权仍有持续提升的空间。人工方面，贝壳努力推进产业工人，通过绑定优质项目经理，提升施工团队的效率，人工成本有望进一步摊薄。

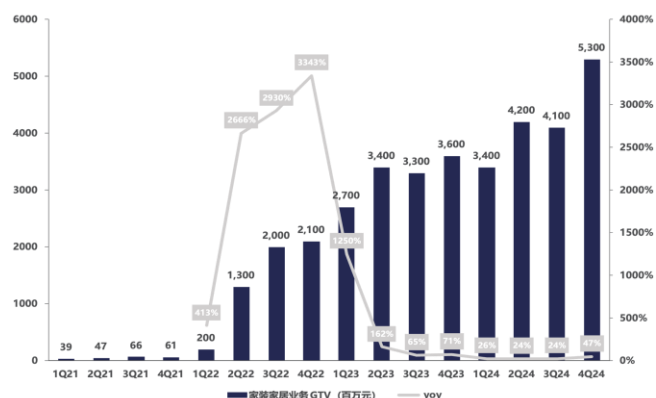


图表35：21Q1-24Q4 贝壳家装业务收入及毛利率情况



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

图表36：221Q1-24Q4 贝壳家装业务 GTV 及同比增速

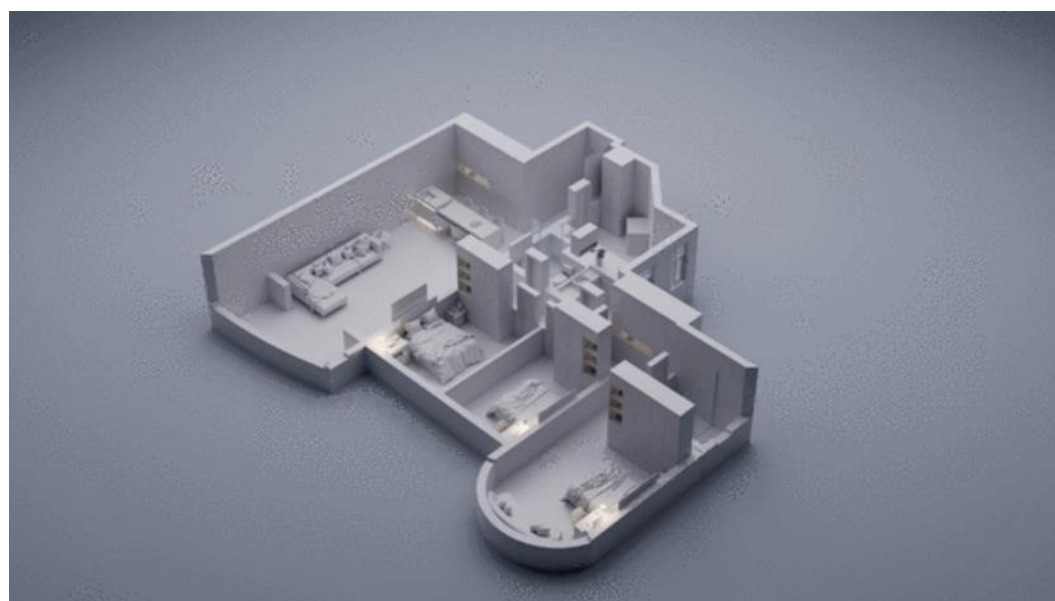


来源：iFind，公司公告，国金证券研究所

5.2 互联网基因解决行业痛点

2019 年贝壳推出 HomeSaaS 系统，包括客户销售系统、建筑信息模型(BIM)系统、中控系统、施工交付系统、供应链系统等几个子模块。在传统家装企业“卷设计、卷价格”时，HomeSaaS 实现系统秒出施工图，基装工期压缩至 94 天，通过 BIM 设计自动化、材料下单数字化，施工效率较普通装企提升了 40%。

图表37：贝壳装修户型示意图



来源：网易家居，国金证券研究所

传统家装中，不透明、无抓手、管控难等问题一直是施工环节中的痛点。装修行业角色多、管理复杂度高，业主信任度较弱，未解决作业标准难拉齐、工地分散，服务链条长等一系列繁杂的问题，贝壳自主研发贝刻云视摄像头，通过数字化赋能，集全屋融合、视频全景、信息叠加等功能于一体，让整个装修过程线上可视化、全透明。家装涉及的各个环节，贝刻云视摄像头都能够做到快速定位现场、有问题直接反馈、随时随地实时查看。



图表38：贝壳自研摄像头“贝刻云视”



来源：被窝 APP 公众号，国金证券研究所

5.3 一脉相承的链家企业文化

截至 25 年 4 月 22 日，上海圣都拥有工人 7052 人，项目经理 616 人，管家 40 人，对比链家超 13 万人的经纪人团队，仍有相当大的差距。借鉴链家兜底赔付的模式，圣都提出“敢承诺真赔付”的保障，2022-2024 年底上海圣都已累计赔付 1931 万元，化解 2461 笔装修交易风险。我们认为，从难到易的管理能力是可复用的，“产业工人”的概念有望在贝壳的整装业务中真正实现。

图表39：圣都整装服务流程



来源：圣都整装官网，国金证券研究所

Q6：贝壳整装业务的空间测算？

从存量房数量预估 5 年内贝壳整装业务空间

根据奥维云网的推算，2023 年我国旧房市场含老旧小区改造、存量沉睡市场和交易的二手房合计 3.7 亿套，每年存量房可转化为装修的比例为 3.2%，即每年存量房的装修需求



约为 1200 万套。根据贝壳业绩说明会，整装业务占家装家居比例超 70%，2024 年全年家装业务 GTV 为 169 亿元，即整装业务 GTV 约 120 亿元，按照每套 20 万元客单价预估，贝壳 2024 年全国整装订单量约为 6 万套，市场占有率约为 0.5%。

考虑到公司整装业务发展不到 5 年，圣都自 2022 年被收购以来，业务发展不到 3 年，目前仅进驻 34 个城市，渗透率提升有较大空间；我们假设贝壳整装业务将以 0.1pct 的速度提升其市占率，5 年后其市占率可达 1%。

2024 年，国内新房交付套数为 338 套，我们预估未来 5 年，每年仍有 300 万套新房转换为存量房，即 5 年后存量房数量约为 3.8 亿套，存量房装修需求为 1240 万套，贝壳整装业务年装修套数达 12.4 万套，有望实现 250 亿元收入。

参考装修公司平均 4%-10% 的利润率，我们预估贝壳整装作为龙头可实现 8% 左右利润率，即有望年利润贡献 20 亿元。

7、盈利预测及估值

7.1 盈利预测：

贝壳公司业务收入端来看：

- 1) 存量房业务：国内二手房交易自 24Q4 以来呈现修复行情，25 年 1-6 月，在北上深等主要城市交易量出现环比下滑的趋势，25 年全年及后续的增长仍需新的动力支撑，我们预计 2025-2027 年二手房业务 GTV 增速分别为 6.13%/10.65%/11.20%。考虑到贝壳的平台化优势，市场份额有望突破单品牌限制，在佣金率维稳的前提下，我们预计二手房业务收入在 2025-2027 年增速分别 1.75%/5.30%/12.16%。
- 2) 新房业务：从需求来看，商品房购置需求仍较为疲软；从供给来看，新增待售面积和去库存化进度均有承压；我们认为新房大盘复苏仍需时间。但从贝壳自身出发，其新房业务渗透率仍在提升。我们预计公司新房业务收入在 2025-2027 年增速分别为 10.31%/3.22%/16.78%。
- 3) 家装家居业务：受房产交易周期影响，家装业务需求滞后于交易业务，由于该业务基数较小，公司有望通过“圣都”和“被窝”两个品牌，复制北京成功经验，拓展业务至全国。根据公司 24Q4 公开业绩指引，25-26 年该业务预计降速调整，我们预计公司家装家居业务收入在 2025 年增速为 17.89%，2026-2027 年增速均为 20%。
- 4) 房屋租赁业务：公司主推“省心租”模式，业务模式有望持续转轻，我们预计在“省心租”的稳健拓展下，房屋租赁业务收入在 2025-2027 年增速分别为 56.08%/25%/15%。
- 5) 新兴业务及其他：在剥离房屋租赁后，新兴业务主要为金融服务在，我们预计 2025-2027 该业务收入增速分别为-38.88%/2%/2%。


图表40：贝壳公司盈利预测（业务收入）

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存量房业务	营收（百万元）	24,123.70	27,954.14	28,201.00	28,694.98	30,215.03	33,890.15
	yoy	-24.49%	15.88%	0.88%	1.75%	5.30%	12.16%
	GTV	1,576,500	2,027,900	2,246,500	2,384,140	2,638,062	2,933,492
	yoy	-23.40%	28.63%	10.78%	6.13%	10.65%	11.20%
新房业务	营收（百万元）	28,650	30,576	33,653.40	37,123.63	38,319.98	44,751.74
	yoy	-38.35%	6.72%	10.07%	10.31%	3.22%	16.78%
	GTV	940,500	1,003,000	970,000	1,045,228	1,078,912	1,260,000
	yoy	-41.53%	6.65%	-3.29%	7.76%	2.00%	2.00%
	平均佣金率	3.05%	3.05%	3.47%	3.55%	3.55%	3.55%
家装家居业务	营收（百万元）	5,046.63	10,850.50	14,768.95	17,410.49	20,892.58	25,071.10
	yoy	2455.90%	115.00%	36.11%	17.89%	20.00%	20.00%
房屋租赁业务	营收（百万元）		6,099.75	14,334.48	22,373.10	27,966.37	32,161.33
	yoy			135.00%	56.08%	25.00%	15.00%
新兴业务及其他业务	营收（百万元）	2,848.08	2,296.78	2,499.67	1,527.89	1,558.45	1,589.62
	yoy	31.19%	-19.36%	8.83%	-38.88%	2.00%	2.00%
集团	总营收（百万元）	60,668.78	77,776.94	93,457.50	107,130.08	118,952.41	137,463.94
	yoy	-24.90%	28.20%	20.16%	14.63%	11.04%	15.56%

来源：贝壳公司公告，国金证券研究所

业务成本端来看：

- 1) 外部分佣：基于 ACN 模式下，贝壳在作为主经纪人的情况下，需要向其他经纪派发部分佣金，该部分主要来自于存量房业务、新房业务和新兴业务的成本，目前非链家的门店贡献 GTV 约占贝壳整体 GTV 的比例超 60%，我们预计 2025-2027 年外部分佣占营收比例分别为 24.92%/23.38%/22.90%。
- 2) 内部佣金及薪酬：公司主要依靠链家门店进行地产交易，内部佣金及薪酬成本该部分主要来自于存量房业务、新房业务和新兴业务，我们预计 2025-2027 年内部佣金及薪酬占总营收比例分别为 17.57%/15.59%/15.27%。
- 3) 家装家居成本：我们认为，家装家居业务的成本将随业务的增长同步提升，在形成一定的体量后，其自身兼具规模效应，预计该项成本在 2025-2027 年占总营收比例分别为 10.76%/11.28%/11.53%。
- 4) 房屋租赁服务成本：与家装家居类似，房屋租赁服务成本与该业务的增速具有同步性，我们预计该项成本在 2025-2027 年占总营收比例分别为 19.52%/22.22%/21.99%。
- 5) 门店成本：门店成本为业务拓展的刚性成本，仍具有一定的降本增效空间，我们预计在收入增速摊薄的基础上，门店成本在 2025-2027 年占总营收比例分别为 2.68%/2.49%/2.16%。


图表41：贝壳公司盈利预测（按成本）

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
外部分佣	成本（百万元）	20,499.63	20,419.58	22,766.96	26,693.24	27,810.12	31,483.67
	占总营收比例	33.79%	26.25%	24.36%	24.92%	23.38%	22.90%
内部佣金及薪酬	成本（百万元）	17,853.69	17,015.93	18,903.79	18,818.35	18,540.08	20,989.11
	占总营收比例	29.43%	21.88%	20.23%	17.57%	15.59%	15.27%
家装家居成本	成本（百万元）	3,562.07	7,705.33	10,229.70	11,528.82	13,416.74	15,849.37
	占总营收比例	5.87%	9.91%	10.95%	10.76%	11.28%	11.53%
房屋租赁服务成本	成本（百万元）		6,163.04	13,619.51	20,907.83	26,428.22	30,231.65
	占总营收比例		7.92%	14.57%	19.52%	22.22%	21.99%
门店成本	成本（百万元）	3,346.44	2,872.09	2,854.99	2,867.24	2,965.66	2,965.66
	占总营收比例	5.52%	3.69%	3.05%	2.68%	2.49%	2.16%
其他	成本（百万元）	1,626.20	1,882.95	2,138.51	2,223.25	2,141.14	2,336.89
	占总营收比例	2.68%	2.42%	2.29%	2.08%	1.80%	1.70%
集团	总成本（百万元）	46,888.03	56,058.92	70,513.443	83,038.735	91,301.971	103,856.355
	毛利率	22.71%	27.92%	24.55%	22.49%	23.24%	24.45%

来源：贝壳公司公告，国金证券研究所

7.2 投资建议及估值：

我们选取国内平台经济的代表公司，电商行业的阿里巴巴和拼多多，本地生活龙头美团和网约车龙头平台滴滴出行，电商平台 2025/2026/2027 年 PE 平均 14/10/8 倍；美团 2025/2026/2027 年 PE 为 17/12/10 倍；携程 2025/2026/2027 年 PE 为 16/14/13 倍；滴滴 2025/2026/2027 年 PE 为 28/16/10 倍。根据我们的盈利预测，贝壳 2025/2026/2027 年 PE 分别为 19/15/13 倍。考虑到电商平台近期受关税政策影响，跌幅较多，估值水平低于其他行业平台经济；阿里巴巴、美团近期受“外卖大战”影响，竞争格局变动，影响股价，我们认为贝壳的估值水平高于电商零售平均数是合理状态。对比携程和滴滴，贝壳的市占率仍有提升空间，具备成长性。

对比地产交易平台我爱我家，公司是行业龙头，其规模和盈利能力均高于我爱我家，我爱我家 2025/2026/2027 年 PE 分别为 30/23/20 倍，我们预计 2025/2026/2027 年贝壳经调整净利润分别为 78.8 亿/100.2 亿/117.2 亿元，基于 2025 年 7 月 4 日收盘价，对应 PE 分别为 19/15/13 倍。

图表42：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (美元/ 港币/元)	经调整 EPS (美元/港币/元)				PE (倍)			
			FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027
			A	E	E	E	A	E	E	E
9988.HK	阿里巴巴	105.10	8.78	8.08	9.24	10.76	8	16	11	10
PDD.O	拼多多	103.59	11.49	9.12	12.30	15.32	8	11	8	7
3690.HK	美团-W	120.80	7.85	7.32	9.71	12.09	19	17	12	10
电商零售平均值							12	15	11	9
9961.HK	携程集团-S	466.00	28.40	28.47	32.72	35.89	19	16	14	13
DIDIY	滴滴全球	4.85	0.18	0.17	0.30	0.49	26	28	16	10
其他平台经济平均值							22	22	15	11
000560.SZ	我爱我家	2.95	0.03	0.10	0.13	0.15	102	30	23	20
2324.HK	贝壳-W	46.55	2.19	2.40	3.05	3.57	22	19	15	13

来源：Bloomberg，国金证券研究所；注：可比公司数据采用 Bloomberg 一致预期，美股股价货币单位为美元，港股货币单位为港币，收盘价均为 2025 年 7 月 4 日。

其中阿里巴巴公司财年与日历年不一致，FY2025 财年为 2024 年 4 月 1 日-2025 年 3 月 31 日；2025 年 7 月 4 日汇率为：1CNY=0.1396USD=1.095HKD



我们认为贝壳是国内地产经纪龙头平台，1) 基本盘业务稳健且已形成自身平台优势；2) 家装业务已成长为第二赛道，满足地产交易的衍生需求；3) 公司账面现金充裕，发展贝好家具有较高安全边际；4) 公司持续回购，2024 年回购+分红金额为 11.2 亿美元，2025 年预计进一步提升回购力度。考虑到港美股市场的估值中枢低于 A 股，我们给予贝壳 2026 年 20XPE，目标价 55.66 港元，维持“买入”评级。

8、风险提示

- 1) 房地产行业复苏不及预期。公司业务主要依附房地产行业，若房地产复苏不及预期，甚至持续下行，交易及下游的新业务装修恐难以推进。
- 2) 佣金政策监管的风险。房地产行业关系民生，是国家经济的重要支柱，涉及面极广，若监管对佣金率提出新的规范，直接影响公司收入。
- 3) 反垄断政策的风险。公司平台化管理经纪品牌和经纪人，是国内最大的房屋交易平台，平台经济有被反垄断的风险。
- 4) 消费复苏不及预期的风险。整装业务偏消费属性，若消费复苏不及预期影响个人支出预算。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	60,669	77,777	93,457	107,130	118,952	137,464
增长率	-24.9%	28.2%	20.2%	14.6%	11.0%	15.6%
主营业务成本	46,888	56,059	70,513	83,039	91,302	103,856
%销售收入	77.3%	72.1%	75.4%	77.5%	76.8%	75.6%
毛利	13,781	21,718	22,944	24,091	27,650	33,608
%销售收入	22.7%	27.9%	24.6%	22.5%	23.2%	24.4%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	4,573	6,654	7,783	8,038	8,747	9,833
%销售收入	7.5%	8.6%	8.3%	7.5%	7.4%	7.2%
管理费用	7,347	8,237	8,961	8,634	9,111	9,841
%销售收入	12.1%	10.6%	9.6%	8.1%	7.7%	7.2%
研发费用	2,546	1,937	2,283	2,418	2,387	2,483
%销售收入	4.2%	2.5%	2.4%	2.3%	2.0%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	-463	6,610	5,610	7,110	9,482	13,538
%销售收入	-0.8%	8.5%	6.0%	6.6%	8.0%	9.8%
财务费用	-755	-1,274	-1,260	-1,109	-1,109	-1,111
%销售收入	-1.2%	-1.6%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
投资收益	-547	-30	1	6	-5	-3
%税前利润	-187.2%	-0.4%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
营业利润	-833	4,797	3,765	5,002	7,406	11,450
营业利润率	-1.4%	6.2%	4.0%	4.7%	6.2%	8.3%
营业外收支						
税前利润	292	7,884	6,870	8,219	10,591	14,649
利润率	0.5%	10.1%	7.4%	7.7%	8.9%	10.7%
所得税	1,690	1,994	2,792	2,578	3,177	4,395
所得税率	578.0%	25.3%	40.6%	31.4%	30.0%	30.0%
净利润	-1,397	5,890	4,078	5,641	7,414	10,254
少数股东损益	-11	6	13	7	10	8
归属于母公司的净利润	-1,386	5,883	4,065	5,634	7,404	10,246
净利率	n.a	7.6%	4.3%	5.3%	6.2%	7.5%

现金流量表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	-1,386	5,883	4,065	5,634	7,404	10,246
少数股东损益	-11	6	13	7	10	8
非现金支出	3,308	2,054	2,444	-2,101	-2,066	-2,080
非经营收益						
营运资金变动	5,036	1,818	1,925	4,901	3,892	6,043
经营活动现金净流	8,461	11,158	9,447	9,883	10,680	15,659
资本开支	-793	-874	-1,037	-1,450	-1,450	-1,450
投资	6,979	39,191	-8,458	-4,909	-4,909	-4,909
其他	-14,658	-42,294	117	2,140	2,076	2,088
投资活动现金净流	-8,472	-3,977	-9,378	-4,219	-4,283	-4,270
股权募资	-1,320	-5,151	-5,101	0	0	0
债权募资	165	-329	-2	0	0	0
其他	0	-1,482	-691	-4,583	-6,023	-8,335
筹资活动现金净流	-1,155	-6,962	-5,795	-4,583	-6,023	-8,335
现金净流量	-7,319	26,121	14,745	1,117	410	3,089

资产负债表(人民币 百万)

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	19,413	19,635	11,443	12,560	12,970	16,059
应收款项	8,511	8,337	12,130	13,904	15,439	17,842
存货	128	304	0	0	0	0
其他流动资产	42,373	41,478	53,030	59,235	65,265	71,928
流动资产	70,425	69,754	76,603	85,700	93,673	105,828
%总资产	64.4%	58.0%	57.5%	60.3%	62.4%	65.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	2,037	1,965	2,400	2,400	2,400	2,400
%总资产	1.9%	1.6%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%
无形资产	17,905	23,542	29,002	29,002	29,002	29,002
非流动资产	38,923	50,578	56,546	56,456	56,456	56,456
%总资产	35.6%	42.0%	42.5%	39.7%	37.6%	34.8%
资产总计	109,347	120,332	133,149	142,156	150,130	162,285
短期借款	619	290	288	288	288	288
应付款项	5,843	6,329	9,493	11,179	12,291	13,981
其他流动负债	26,879	32,905	42,963	49,249	54,684	63,194
流动负债	33,341	39,524	52,744	60,716	67,263	77,463
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6,952	8,607	8,957	8,899	8,899	8,899
负债	40,293	48,131	61,701	69,615	76,163	86,363
普通股股东权益	68,920	72,100	71,324	72,410	73,826	75,773
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	69,558	72,721	71,664	72,750	74,166	76,112
少数股东权益	134	101	124	131	141	150
负债股东权益合计	109,347	120,332	133,149	142,156	150,130	162,285

比率分析

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-0.39	1.67	1.19	1.56	2.06	2.84
每股净资产	18.34	19.36	19.68	20.10	20.49	21.04
每股经营现金净流	2.25	3.00	2.61	2.74	2.96	4.35
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	-2.01%	8.16%	5.70%	7.78%	10.03%	13.52%
总资产收益率	-1.27%	4.89%	3.05%	3.96%	4.93%	6.31%
投入资本收益率	3.18%	6.81%	4.64%	6.70%	8.94%	12.44%
增长率						
主营业务收入增长率	-24.87%	28.20%	20.16%	14.63%	11.04%	15.56%
EBIT 增长率	-160.77%	1528.36%	-15.13%	26.75%	33.35%	42.78%
净利润增长率	-164.45%	524.45%	-30.91%	38.59%	31.42%	38.39%
总资产增长率	9.00%	10.05%	10.65%	6.76%	5.61%	8.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.0	17.0	16.7	19.8	20.1	19.8
存货周转天数	0.5	1.4	0.8	—	—	—
应付账款周转天数	45.5	39.1	40.4	44.8	46.3	45.5
固定资产周转天数	11.9	9.3	8.4	8.1	7.3	6.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.15%	-14.87%	-3.08%	-4.65%	-5.11%	-9.05%
EBIT 利息保障倍数	-32.9	383.4	—	—	—	—
资产负债率	36.85%	40.00%	46.34%	48.97%	50.73%	53.22%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究